

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

VAGNER ALVES ARANTES

THERE IS NO FREE LUNCH: EFEITOS DAS CONEXÕES POLÍTICAS NOS
INVESTIMENTOS E NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS LISTADAS NO BRASIL E
NO CANADÁ

CURITIBA

2020

VAGNER ALVES ARANTES

THERE IS NO FREE LUNCH: EFEITOS DAS CONEXÕES POLÍTICAS NOS
INVESTIMENTOS E NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS LISTADAS NO BRASIL E
NO CANADÁ

Tese apresentada ao curso de Pós-Graduação em
Contabilidade Setor de Ciências Sociais Aplicadas,
Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial
à obtenção do título de Doutor em Contabilidade.
Linha de Pesquisa: Contabilidade Financeira e Finanças

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Oliveira Soares

Coorientadora: Profª. Dra. Saidatou Dicko

CURITIBA

2020

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS
APLICADAS – SIBI/UFPR COM DADOS FORNECIDOS PELO(A) AUTOR(A)
Bibliotecária: Mara Sueli Wellner – CRB 9/922

Arantes, Vagner Alves

There is no free lunch: efeitos das conexões políticas nos investimentos e no desempenho das empresas listadas no Brasil e no Canadá/ Vagner Alves Arantes. – 2020.
135 p.

Tese (doutorado) - Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas.

Orientador: Rodrigo Oliveira Soares
Coorientadora: Saidatou Dicko
Defesa: Curitiba, 11 de maio de 2020

1. Investimentos - Brasil. 2. Investimentos - Canadá. 3. Empresas - Desempenho . 4. Conexões políticas. I. Universidade Federal do Paraná. Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. II. Soares, Rodrigo Oliveira, 1966- III. Dicko, Saidatou. IV. Título.

CDD 332.642



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
PRÓ-REITORIA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO CONTABILIDADE -
40001016060P0

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em CONTABILIDADE da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da tese de Doutorado de YAGNER ALVES ARANTES intitulada: **THERE IS NO FREE LUNCH: EFEITOS DAS CONEXÕES POLÍTICAS NOS INVESTIMENTOS E NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS LISTADAS NO BRASIL E NO CANADÁ**, sob orientação do Prof. Dr. RODRIGO OLIVEIRA SOARES, que após terem inquirido o aluno e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de doutor está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 11 de Maio de 2020.

Assinatura Eletrônica
11/05/2020 17:31:21.0
RODRIGO OLIVEIRA SOARES
Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica
11/05/2020 18:30:08.0
FELIPPE CLEMENTE
Avaliador Externo (INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS DA
UNIVERSIDADE DE LISBOA)

Assinatura Eletrônica
11/05/2020 17:01:23.0
ROBSON ZUCCOLOTTI
Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO)

Assinatura Eletrônica
11/05/2020 18:12:54.0
MAYLA CRISTINA COSTA
Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Ao Renato Sordi e ao João Pedro Arantes, dedico.

AGRADECIMENTOS

Travessia. Recorro ao meu conterrâneo, João Guimarães Rosa, para expressar o sentimento de finitude por cumprir esta etapa da minha vida. Assim como Riobaldo e Diadorim, personagens de Grande Sertão Veredas que protagonizam a longa travessia com sentimentos desordenados e várias transformações, minha tese foi sendo anunciada neste emaranhado de sentimentos que me permitiram um processo de metamorfose. Desde uma proposta de trabalho que tangenciava aspectos comportamentais dos gestores até encontrar, e me encontrar, nas conexões políticas, diferentes conflitos, discussões, professores e amigos cruzaram este caminho. Por vezes, tornaram a descoberta do problema da tese amena, leve; trouxeram aconchego nos momentos de angústia; êxtase nos momentos das descobertas; e luz nos momentos de dúvida. A tese não é somente minha. Apesar do trabalho solitário na sua redação, foi construída com o apoio de cada um de vocês. Foram tantos, que caso eu me esqueça de mencioná-lo, por favor, considere-se homenageado.

Agradeço aos meus pais, Gracinha e Abrão, que nunca mediram esforços para concretizar meu sonho: estudar. Sem a educação, o respeito e a integridade de vocês eu não chegaria até aqui. Agradeço meus irmãos e sobrinhos pelo apoio emocional. Em especial, agradeço ao meu sobrinho João Pedro que me ensina, todos os dias, a ter serenidade e a superar os obstáculos mais difíceis. João, você é um exemplo de vida, força e amor. Obrigado por (r)existir.

Ao Renato Sordi por estar ao meu lado nesta travessia, pelo carinho, cuidado e incentivo. Você tornou cada etapa do doutorado ainda mais agradável e vida mais leve. Obrigado por compartilhar a vida comigo.

Ao meu orientador, Prof. Rodrigo Oliveira Soares, pelas discussões, ensinamentos, confiança e respeito. Obrigado por me instigar, pelo olhar crítico, por todo suporte durante o doutorado no Brasil e no período em Montreal, pelo apoio e pelas orientações, não só na tese, mas nas diferentes questões da vida acadêmica. Prof. Rodrigo, eu não teria conseguido sem sua ajuda! Devo muito que sou hoje, e desejo melhorar, a você. Obrigado, pelo exemplo de comprometimento e dedicação.

À minha coorientadora, Profª. Saidatou Dicko, que me acolheu na *Université du Québec à Montreal* (UQAM, Canadá), que me proporcionou um novo olhar para a pesquisa e as relações entre aluno-professor, cuja leveza me fez reconhecer no horizonte gelado e, por vezes, solitário do inverso *Québécois*, muito carinho, educação e amor pela pesquisa. Profª. Dicko, você é um exemplo de vida a ser seguido. *Merci mille fois!*

Aos membros da banca de qualificação, Profª. Mayla Costa (UFPR), Prof. Robson Zuccolotto (UFES) e Prof. Rodrigo Bandeira-de-Mello (Merrimack, EUA) pelas preciosas contribuições, e aos membros da banca examinadora de defesa de tese, Profª. Mayla Costa (UFPR), Prof. Robson Zuccolotto (UFES) e Prof. Felipe Clemente (Universidade de Lisboa, Portugal), pela disponibilidade e aceite em participar deste momento.

Aos demais professores do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná (PPGCONT-UFPR), Ademir Clemente, Douglas Colauto, Lauro Brito, Luciano Scherer, Mayla Costa, Marcos Wagner, Panhoca, Rodrigo Soares e Vicente Pacheco, pelos ensinamentos, descobertas, e pela convivência. Em especial, agradeço ao Prof. Marcos Wagner pela acolhida e discussões no LabFin. À Profª. Mayla Costa que abriu meus olhos para o doutorado sanduíche. Sem aquele convite, já no final da aula, para escrever o projeto talvez eu não tivesse rompido as fronteiras e me aventurado no outro hemisfério. Agradeço ao

Prof. Douglas pelas aulas, questionamentos que me tiravam do eixo, pelas dúvidas instigantes que fizeram ir além.

À Secretaria do PPGCONT, Camila Pazoti e Márcio Souza, por estarem disponíveis nos momentos mais conturbados.

Aos meus amigos de travessia, Joyce Tonin, Silvia Consoni e Ivonaldo Brandani por compartilharem reflexões acadêmicas e os cafês filosóficos, pelo respeito e, sobretudo, pela amizade. Aos colegas da turma 2016 do Doutorado, Mônica, Éverton, Franciele, Ivonaldo, Flávio e Leandro pelos conhecimentos compartilhados. Aos meus irmãos de orientação Cassiana Bortoli, Allan Marcelo, Guadalupe, Elisane Brandt e Daniela Pirolo pelas discussões, e apoio nesta jornada. Contem comigo!

Aos integrantes do LabFin, representados pela Rayane Camila e Paula Pontes, obrigado pela companhia e amizade.

Às amizades que Curitiba me proporcionou, Carol, Paulo e Melina; Jana e Marcos; Ana Tereza, Eleonora, Antônia e Thiago Alonso; Marina e Elisa.

Aos amigos Donizete, Maurício, Sabrina, Larissa e Monise pela vivência em Rio Paranaíba.

Às amigas de caminhada Danielle Valente e Emanuelle Medina que mesmo distante fisicamente, não se fizeram ausente. Ao amigo curitibano no comportamento Cleber Seger, obrigado pelo convívio e por me aguentar nos dias de fúria.

À Universidade Federal de Viçosa - *Campus* Rio Paranaíba pela liberação para realizar o doutorado.

À Capes, agradeço o apoio financeiro.

“O real não está na saída nem na chegada: ele se dispõe para a gente é no meio da travessia”

João Guimarães Rosa, in Grande Sertão: Veredas, 2019, p.53

RESUMO

A presente tese objetiva analisar os efeitos do *background* político dos gestores nos investimentos e no desempenho das empresas listadas no Brasil e no Canadá, no horizonte de 2010 a 2017. A tese é constituída por três artigos independentes que juntos adicionam peças ao quebra-cabeças que visam compreender o impacto do *background* político dos membros do conselho de administração e das diretorias nos investimentos e no desempenho das empresas de capital aberto que negociam na bolsa de valores do Brasil e Canadá. No primeiro artigo, realiza-se uma revisão sistemática da literatura para mapear os resultados dos estudos que analisam o binômio conexões políticas e investimentos empresariais. Constata-se que os sistemas políticos moldam as inter-relações entre empresas e o governo, e identificam as formas utilizadas pelas empresas para estabelecer as conexões políticas. Além disto, evidencia-se que as conexões políticas influenciam positivamente os investimentos, e efeitos são refletidos no desempenho contábil das empresas. O segundo artigo identifica os efeitos das conexões políticas nos investimentos das empresas listadas no Brasil e no Canadá. Os resultados apresentam indícios que o fato da empresa estar conectada politicamente contribui para o aumento dos investimentos em bens de capitais, enquanto o aumento na quantidade de membros conectados afeta, negativamente. Os resultados sugerem que gestores com amplo capital político são preferíveis a maior quantidade de agentes conectados politicamente. Os efeitos anunciados são atribuídos ao contexto brasileiro, sendo que no Canadá o mesmo comportamento não foi constatado. No terceiro artigo, examina-se o impacto das conexões políticas no desempenho das empresas listadas em ambos países. Evidencia-se que o *background* político dos diretores está associado ao aumento do ROIC das empresas listadas no Brasil e no Canadá. O resultado é particularmente relevante porque demonstra que os diretores, que atuam no cotidiano das empresas, podem ser utilizados como instrumento estratégico para acessar recursos do governo e produzir ganhos competitivos que são materializados no aumento do desempenho contábil em ambos países. A tese alerta os *stakeholders*, principalmente os investidores, que as conexões políticas influenciam o comportamento das empresas e permitem vantagens que são refletidas nos investimentos e no desempenho contábil. O estudo inova ao estabelecer uma mesma métrica para captar o *background* político dos gestores ao analisar todos os membros do conselho de administração e diretorias das empresas listadas no Brasil e no Canadá; e ao demonstrar que essas redes interferem na dinâmica empresarial em ambos países, mesmo se tratando de ambientes institucionais diferentes.

Palavras-chave: Conexões Políticas. Investimentos. Desempenho.

ABSTRACT

The study aims to analyze the effects of the political connections on investments and the performance of companies listed in Brazil and Canada between 2010 and 2017. The thesis consists of three independent articles that together add pieces to the puzzles that allow to understand the impact of the political background of members of the board of directors and executive boards on the investments and performance of publicly traded companies that trade on the Brazilian and Canadian stock exchanges. In the first article, it is conducted a systematic literature review to map the results of studies that analyze the effects of political connections and investments. It is noted that political systems shape the interrelationships between companies and the government, and it was identified the ways companies use to establish political connections. In addition, is evidenced that political connections positively influence investments and that effects are reflected in companies' accounting performance. In the second article it is analyzed the effects of political connections on the investments of companies listed in Brazil and Canada. The results indicate that the fact that the company is politically connected contributes to the increase in investments (Capex), while the increase in the number of connected members affects it negatively. The results suggest that managers with broad political capital are preferable to a greater number of politically connected agents. The announced effects are attributed to the Brazilian context and in Canada the same behavior was not observed. In the third article, it is examined the impact of political connections on the performance of companies listed in both countries. It is noted that the directors' political background is associated with the increase in ROIC for companies listed in Brazil and Canada. This result is particularly relevant because demonstrates that the directors, who work in the daily lives of companies, can be used as a strategic instrument to access government resources and produce competitive gains that are materialized in the increase in accounting performance in both countries. The thesis alerts stakeholders, especially investors, that political connections influence the behavior of companies and allow advantages that are reflected in investments and accounting performance. The study innovates by establishing the same metric to capture the political background of managers when analyzing all members of the board of directors and executive boards of companies listed in Brazil and Canada; and by demonstrating that these networks interfere in the business dynamics in both countries, even in the case of different institutional environments.

Keywords: Political connections. Investments. Performance.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Evolução das pesquisas.....	28
Figura 2: Distribuição geográfica da aplicação dos estudos.....	30
Figura 3: Formas de estabelecer as conexões políticas.....	31
Figura 4: Elementos que interferem nos efeitos das conexões políticas nos investimentos.....	34
Figura 5: Efeitos das conexões políticas nos investimentos e no desempenho empresarial.....	39
Figura 6: Lentes teóricas.....	40
Figura 7: Frequência das empresas conectadas politicamente.....	110

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Distribuição dos artigos por periódico	29
--	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Descrição da amostra.....	27
Tabela 2: Seleção da amostra.....	66
Tabela 3: Descrição das variáveis	70
Tabela 4: Frequência das conexões políticas estabelecidas pelas empresas	73
Tabela 5: Estatística descritiva das variáveis	74
Tabela 6: Especificação do modelo de dados em painel	76
Tabela 7: Regressões em painel com efeito fixo	77
Tabela 8: Regressões em painel dinâmico: GMM	79
Tabela 9: Especificação do modelo de dados em painel	81
Tabela 10: Regressões em painel com efeito fixo	81
Tabela 11: Regressões em painel dinâmico: GMM	83
Tabela 12: Seleção da amostra.....	106
Tabela 13: Descrição das variáveis	108
Tabela 14: Estatística descritiva das variáveis	111
Tabela 15: Estimativas para as empresas listadas no Brasil (Conexão Política: <i>dummy</i>).....	113
Tabela 16: Estimativas para as empresas listadas no Canadá (Conexão Política: <i>dummy</i>).....	115
Tabela 17: Estimativas para as empresas listadas no Brasil (Conexão Política: quantidade).....	119
Tabela 18: Estimativas para as empresas listadas no Canadá (Conexão Política: quantidade).....	121

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO GERAL.....	15
REFERÊNCIAS.....	20
2. CONEXÕES POLÍTICAS, INVESTIMENTOS EMPRESARIAIS E SISTEMAS POLÍTICOS: UMA REVISÃO SISTEMÁTICA DA LITERATURA E AGENDA DE PESQUISA	24
2.1 INTRODUÇÃO.....	24
2.2 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	26
2.3 CARACTERIZAÇÃO DOS ARTIGOS.....	28
2.4 A INFLUÊNCIA DOS SISTEMAS POLÍTICOS NA FORMAÇÃO DAS CONEXÕES POLÍTICAS.....	31
2.5 CONTEXTUALIZANDO OS EFEITOS DAS CONEXÕES POLÍTICAS NOS INVESTIMENTOS EMPRESARIAIS	34
2.5.1 Contextualizando as medidas de investimentos empresariais.....	37
2.6 EFEITOS DAS CONEXÕES POLÍTICAS NOS INVESTIMENTOS E NO DESEMPENHO EMPRESARIAL.....	39
2.7 LENTES TEÓRICAS.....	40
2.8 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	42
REFERÊNCIAS.....	45
APÊNDICE 2.1 – ARTIGOS SELECIONADOS NA REVISÃO SISTEMÁTICA.....	52
3. EFEITOS DAS CONEXÕES POLÍTICAS NOS INVESTIMENTOS EMPRESARIAIS: ANÁLISE ENTRE EMPRESAS LISTADAS NO BRASIL E NO CANADÁ	56
3.1 INTRODUÇÃO.....	56
3.2 CONTEXTO INSTITUCIONAL	59
3.2.1 O contexto canadense.....	59
3.2.2 O contexto brasileiro.....	61
3.3 REFERENCIAL TEÓRICO.....	62
3.3.1 Teoria da Dependência de Recursos.....	62
3.3.2 Efeitos das conexões políticas nos investimentos empresariais.....	64
3.4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	66
3.4.1 Amostra e modelo da pesquisa	66
3.4.2 Variável Dependente.....	67
3.4.3 Variável de interesse	67
3.4.4 Variáveis de controle.....	69
3.4.5 Procedimentos econométricos.....	71
3.4.6 Estabelecimento das hipóteses.....	72
3.5 ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	72
3.5.1 Estatística descritiva.....	73
3.5.2 Análises inferenciais considerando as conexões políticas mensuradas pela variável dummy.....	76
3.5.3 Análises inferenciais considerando a quantidade de gestores conectados politicamente.....	80
3.6 CONCLUSÕES.....	85

REFERÊNCIAS.....	88
APÊNDICE 3.1 - MATRIZ DE CORRELAÇÃO.....	97
APÊNDICE 3.2 – ANOVA	98
4. CONEXÕES POLÍTICAS E DESEMPENHO EMPRESARIAL: ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE EMPRESAS LISTADAS NO BRASIL E NO CANADÁ.....	99
4.1 INTRODUÇÃO.....	99
4.2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	101
4.2.1 <i>Teoria da Dependência de Recursos e a formação das conexões políticas.....</i>	<i>101</i>
4.2.2 <i>Efeitos das conexões políticas no desempenho empresarial</i>	<i>103</i>
4.3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	105
4.4 ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	110
4.4.1 <i>Estatística descritiva.....</i>	<i>110</i>
4.4.2 <i>Análises inferenciais considerando as conexões políticas mensuradas pela variável dummy</i>	<i>113</i>
4.4.3 <i>Análises inferenciais considerando a quantidade de gestores conectados politicamente</i>	<i>119</i>
4.5 CONCLUSÕES.....	122
REFERÊNCIAS.....	124
APÊNDICE 4.1 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO.....	130
APÊNDICE 4.2 – ANOVA	131
5. CONCLUSÕES	132
REFERÊNCIAS.....	134

1. INTRODUÇÃO GERAL

As empresas não são capazes de produzir todos os recursos de que necessitam, e para se manterem no mercado estabelecem alianças estratégicas até mesmo com o governo (Pfeffer & Salancik, 2003). As alianças e interações estabelecidas com o governo são reconhecidas como conexões políticas, as quais são recorrentes em sistemas políticos distintos, percorrendo países como Estados Unidos, Canadá, Brasil, China e Turquia.

Para estabelecer essas conexões, as empresas utilizam estratégias diferenciadas como: nomear políticos, ou ex-políticos, para o conselho de administração e diretorias (*background* político); investir em atividades de *lobby*; ou contribuir financeiramente às campanhas eleitorais e a partidos políticos. Dentre as formas para estabelecer esses laços, Hillman e Hitt (1999) argumentam que as conexões relacionais, constituídas pelo *background* político dos gestores, são mais duradouras e eficazes na geração de capacidades políticas em comparação às relações transitórias, geradas por meio das doações às campanhas eleitorais e pelo *lobby*. Entende-se que o *background* político dos gestores permite que agentes políticos atuem no cotidiano das empresas e, conseqüentemente, acessem recursos governamentais.

Pela perspectiva da Teoria da Dependência de Recursos, a motivação para estabelecer as conexões com o governo associam-se ao ímpeto de minimizar a incerteza ambiental, e utilizar dessas redes para acessar diferentes recursos como dinheiro, prestígio, legitimidade ou outras recompensas (Pfeffer & Salancik, 2003). A literatura que analisa as interações entre empresas e os governos têm documentado os impactos das conexões políticas no comportamento empresarial. Os achados sugerem que as empresas conectadas apresentam maior desempenho e valor de mercado, sendo proporcionado pelo acesso facilitado a recursos financeiros que incluem financiamento concedido por instituições governamentais (Liedong & Rajwani, 2017; Warren & Gibson, 2017); capital proveniente de pacotes econômicos de recuperação (Blau, Brough, & Thomas, 2013; Duchin & Sosyura, 2012); ou pelo aumento na aquisição de contratos, com valores superiores e em menor tempo, com as esferas governamentais (Brodmann, Unsal, & Hassan, 2018; Dicko, 2016; Tahoun, 2014).

Os resultados evidenciam que as conexões políticas permitem às empresas fontes alternativas de recursos que, conseqüentemente, influenciam os investimentos empresariais. Ao minimizar os problemas causados pelas restrições financeiras, as conexões políticas contribuem para o aumento do capital disponível para concretizar os investimentos (Cull, Li, Sun, & Xu, 2015; Luo & Ying, 2014; Tressel & Verdier, 2011; Ying & Yuande, 2013). Caso haja eficiência na alocação desses recursos, o retorno ao capital investido pode ser elevado, o que tende a alavancar o desempenho empresarial (Abdulmanova & Ferris, 2019; Minnick &

Noga, 2017). Nesse cenário, as empresas podem expandir as atividades operacionais, gerar empregos e alcançar ganhos que as diferenciam no mercado.

No entanto, a presença de agentes políticos no ambiente de gestão pode conduzir a maior influência governamental na alocação dos recursos, de forma a distorcer os objetivos dos investimentos (Pan & Tian, 2017; Putantri, Nainggolan, & Peranginangin, 2018; Sojli & Tham, 2011). Esse comportamento é notável quando as empresas realizam investimentos que são politicamente favoráveis, mas que não são rentáveis. Nesse sentido, as empresas podem adequar seus investimentos ao desenvolvimento de políticas públicas e alinhar as decisões empresariais ao interesse político (Bertrand, Kramarz, Schoar, & Thesmar, 2018; Tihanyi et al., 2019; Zhang & Li, 2017). Segundo Tihanyi et al. (2019), as conexões políticas podem interferir nas decisões estratégicas das empresas, no que tange à aquisição de instalações e equipamentos ou na realização de investimentos em pesquisa e desenvolvimento.

Os efeitos anunciados podem ser intensificados conforme o ambiente institucional onde as conexões políticas são estabelecidas. As análises orientadas pela Teoria da Dependência de Recursos corroboram que as redes políticas são recorrentes e influenciam em maior grau o comportamento das empresas listadas em países percebidos como mais corruptos, que impõem restrições aos investimentos estrangeiros, apresentam mercado de capitais incipiente e fraca proteção aos direitos de propriedade (Berkman, Cole, & Fu, 2010; Faccio, 2006; Abubakr Saeed, Belghitar, & Clark, 2017; Shleifer & Vishny, 1994). Sob esses achados, os estudos sugerem que as conexões políticas substituem as instituições legais.

Entretanto, as modificações na estrutura sociopolítica dos países também podem dinamizar e intensificar o efeito dessa relação. Cui, Hu, Li e Meyer (2018) argumentam que os sistemas políticos e a alternância de governos em países democráticos moldam a forma como as empresas estabelecem as conexões políticas. Paralelamente, Wellman (2017) acrescenta que a instabilidade política pode interferir na formação, persistência, e nos efeitos dessas conexões. Bonardi, Hillman e Keim (2005), por sua vez, indicam que as empresas recorrem às redes políticas em momentos apropriados com intuito de reduzir a incerteza que permitem ganhos substanciais. As evidências demonstram que as conexões políticas não são estáticas entre os países e sugerem que as modificações no ambiente institucional são refletidas nas formas das empresas estabelecerem, acessarem e fortalecerem esses laços.

Em consonância com esses achados, destacam-se as mutações das conexões políticas ocorridas no Brasil e no Canadá. Constatou-se que no horizonte de 2010 a 2017, o Brasil presenciou o processo de *impeachment* da Presidente Dilma Rousseff, que culminou na ruptura institucional e alternância governamental (Dos Santos, 2017). Aliado a esse fator, o

país vivenciou a ascensão de atos anticorrupção que expuseram as relações escusas entre empresas e agentes políticos, por meio da Operação Lava Jato. Dada a incipiência do mercado de capitais e o elevado nível de percepção da corrupção¹, seria notável que as conexões políticas fossem recorrentes nesse ambiente. No entanto, o uso estratégico do *background* político pelas empresas listadas na Brasil Bolsa Balcão (B³) foi reduzido no período de 2010 a 2017. Em 2010, essas redes abrangiam 45% das empresas listadas na B³, e em 2017 correspondiam a 36%. De forma semelhante, em 2015 o Supremo Tribunal Federal decidiu pela inconstitucionalidade das doações financeiras das empresas a candidatos e aos partidos políticos nas campanhas eleitorais (Speck, 2016). Assim, as conexões políticas passaram por alterações substanciais que oferecem um novo cenário para análise.

Em contrapartida, as conexões políticas apresentaram comportamento oposto no Canadá. As empresas canadenses proliferaram o uso do *background* político dos gestores a partir de 2010. Dicko (2017) constatou que as redes políticas correspondiam a mais de 50% das empresas listadas na Toronto Stock Exchange em 2015, frente aos 2% evidenciados por Faccio (2006). Os estudos desenvolvidos nesse ambiente institucional demonstram que as conexões políticas diferenciam as empresas quanto maior desempenho, maior acesso a contratos com o governo, menor nível governança corporativa e divulgação voluntária (Dicko, 2016; Dicko, Khemakhem, & Zogning, 2019; Jain, 2017; Khemakhem & Dicko, 2013; Mindzak, 2017).

Portanto, a partir das evidências disponíveis no contexto sociopolítico do Brasil e do Canadá ainda não está claro como a nova configuração das conexões políticas pode alterar o comportamento empresarial, especificamente, nos investimentos e no desempenho das empresas conectadas. Esse cenário reforça a necessidade de estudos longitudinais que tratem dessa questão em ambientes institucionais antagônicos quanto ao nível de desenvolvimento dos mercados, como Brasil e Canadá, e permitem investigar até que ponto as conexões políticas impactam, em maior grau, ambientes considerados frágeis como o contexto brasileiro. Segundo Boubakri et al. (2012), estudos que abordem diferentes países, usando uma definição semelhante de conexão política, pode fornecer mais informações sobre o impacto dessas redes nas decisões operacionais e de investimentos. Cui et al. (2018) reforçam esse argumento ao indicar que estudos comparativos permitem incorporar as idiosincrasias

¹ O Brasil ocupou a 106^a posição no Índice de Percepção da Corrupção em 2019, entre 180 países analisados (Transparência Internacional, 2019).

dos ambientes institucionais e testar os efeitos das conexões políticas no comportamento das empresas.

Considerando o contexto de modificações na conjuntura sociopolítica dos países analisados, aliado à lacuna em estudos que analisem, comparativamente, a influência das conexões políticas no comportamento das empresas de diferentes países, a questão que esta tese busca investigar pode ser assim definida: quais são os efeitos das conexões políticas, estabelecidas pelo *background* político dos membros do conselho de administração e das diretorias, nos investimentos e no desempenho das empresas listadas no Brasil e no Canadá? A tese tem como objetivo principal analisar os efeitos do *background* político dos gestores no comportamento das empresas listadas no Brasil e no Canadá, à luz da Teoria da Dependência de Recursos, no horizonte de 2010 a 2017. Especificadamente, pretende-se: a) realizar uma revisão sistemática da literatura e examinar a relação entre conexões políticas e investimentos empresariais; b) analisar os efeitos das conexões políticas nos investimentos das empresas listadas no Brasil e no Canadá; e c) examinar os efeitos das conexões políticas no desempenho das empresas listadas em ambos países.

A Teoria da Dependência de Recursos sugere que as organizações, através de mecanismos políticos, tentam criar um ambiente favorável aos seus interesses, de forma a moldar as regulamentações governamentais e acessar fontes alternativas de recursos (Pfeffer & Salancik, 1978). Estudos posteriores que testaram esses efeitos em diferentes ambientes institucionais indicam que as redes políticas são recorrentes em países considerados mais corruptos e com mercado de capitais incipiente (Boubakri, Cosset, & Saffar, 2012; Faccio, 2006, 2010; A. Saeed, Belghitar, & Clark, 2017). No entanto, as modificações no ambiente institucional induziram alterações no comportamento das conexões políticas estabelecidas pelas empresas listadas no Brasil e no Canadá, o que sugere um novo ambiente de análise. Assim, defende-se a tese de que o *background* político dos membros do conselho de administração e das diretorias impactam nos investimentos e no desempenho das empresas de capital aberto que negociam na bolsa de valores do Brasil e Canadá.

A tese é composta por três artigos que juntos visam compreender parte do quebra-cabeça sobre como as conexões políticas afetam a dinâmica empresarial.

No primeiro artigo, realiza-se uma revisão sistemática da literatura para mapear os resultados da interação entre conexões políticas e investimentos empresariais. A revisão amplifica o entendimento de como os sistemas políticos moldam os laços entre empresas e o governo; sintetiza as formas de estabelecer essas redes conforme o ambiente institucional e fatores ambientes; identifica as teorias utilizadas pelos estudos e as métricas que captam os

investimentos e as conexões políticas. Além disso, discute como as características empresariais, e dos gestores, moderam e intensificam os efeitos das conexões políticas nos investimentos e, consequentemente, ressoam no desempenho. O estudo avança ao buscar um melhor entendimento acerca dos fatores que moldam as conexões políticas; que influenciam os investimentos empresariais e, ainda, que impactam no desempenho contábil.

O segundo artigo examina os efeitos das conexões políticas nos investimentos das empresas listadas no Brasil e no Canadá. As conexões foram mensuradas pelo *background* político dos membros do conselho de administração e das diretorias. Para a construção dessa variável analisou-se 39.2 mil currículos dos gestores das empresas listadas no Brasil, no horizonte de 2010 a 2017. Os dados a respeito das conexões políticas atribuídas às empresas listadas no Canadá foram cedidos pela coorientadora, desta tese, Prof. Dra. Saidatou Dicko, com base nos estudos desenvolvidos em Dicko et al. (2019). Os investimentos foram mensurados pela aplicação de recursos na aquisição e manutenção de bens de capital e sintetizados pelo *capital expenditure* (Capex). Os resultados apresentam indícios de que o fato da empresa estar conectada politicamente contribui para o aumento dos investimentos em bens de capitais. O achado é consistente e robusto ao estimar os modelos de efeitos fixos e controlar os possíveis problemas de endogeneidade pelo uso do *Generalized Method of Moments* (GMM). No entanto, ao utilizar a quantidade de membros conectados o efeito foi contrário, ou seja, foi significativamente negativa a relação entre o número de membros conectados e os investimentos, ao se controlar a endogeneidade do modelo. Os resultados apresentam evidências compatíveis com a ideia de que os agentes políticos podem intervir nas decisões de investimentos em benefício próprio (Chen et al., 2011); ou as empresas podem retribuir favores aos agentes políticos ao adotar investimentos politicamente favoráveis, mas que não são rentáveis (Bertrand et al., 2018). Desta forma, os investimentos podem ser penalizados.

O terceiro artigo verifica se, além dos efeitos causados nos investimentos, as conexões políticas influenciam o desempenho contábil das empresas listadas no Brasil e no Canadá. Para tanto, o estudo aprofunda a análise no que tange à formação do *background* político dos gestores e segmenta as conexões entre os membros do conselho de administração e os membros das diretorias. De forma semelhante ao artigo anterior, essas variáveis são instrumentalizadas pela variável *dummy* que segmenta as empresas conectadas de seus pares, e pela quantidade de membros conectados politicamente. O desempenho contábil, por sua vez, é mensurado pelo retorno dos ativos (*ROA*), retorno sobre o patrimônio (*ROE*) e o retorno sobre o capital investido (*ROIC*). Os modelos estimados evidenciam que o

background político dos diretores foi significativo, enquanto o mesmo comportamento não foi encontrado para os membros do conselho de administração. As conexões políticas dos diretores impacta, positivamente, no *ROIC* das empresas listadas em ambos países. O resultado é particularmente importante porque aponta que os diretores, que atuam no cotidiano das empresas, podem ser utilizados como instrumento estratégico para acessar recursos do governo e produzir ganhos competitivos que são materializados no aumento do desempenho contábil. O resultado apresenta-se relevante visto que os estudos que analisam o binômio conexões políticas e desempenho adotam, majoritariamente, o *background* político dos principais gestores, como *Chief Executive Officer* (CEO), *Chief Financial Officer* (CFO) e *Chairman*, sem considerar os demais agentes que participam da estrutura organizacional e administrativa.

Dado que as conexões políticas impactam o comportamento das empresas e podem ser ativadas em momentos específicos, a tese contribui para análise dessa temática ao captar as modificações no uso do *background* político pelas empresas listadas no Brasil e no Canadá, e examinar seus efeitos nas empresas. Para tanto, o estudo inova ao examinar o currículo dos gestores do conselho de administração e das diretorias executivas, em ambos países, e elaborar uma mesma medida de conexão política no horizonte investigado. Contribui ao analisar, especificadamente, ambientes institucionais antagônicos quanto ao desenvolvimento do mercado financeiro; nível de corrupção; e de composição do sistema jurídico. Contribui ao revelar que, mesmo estando em cenários antagônicos, as redes sociais dos gestores produzem ganhos que são materializados no crescimento dos investimentos e do desempenho. Além disto, lança luz sobre a importância de considerar os efeitos dessas conexões no comportamento das empresas, mesmo em países com diferentes níveis desenvolvimento institucional.

REFERÊNCIAS

- Abdulmanova, A., & Ferris, S. P. (2019). Political Diversity within the Boardroom: Its Effect on Corporate Investment , Performance , and Value by Political Diversity within the Boardroom: Its Effect on Corporate Investment , Performance , and Value, (December).
- Berkman, H., Cole, R. A., & Fu, L. J. (2010). Political Connections and Minority-Shareholder Protection: Evidence from Securities-Market Regulation in China. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(6), 1391–1417.
- Bertrand, M., Kramarz, F., Schoar, A., & Thesmar, D. (2018). The Cost of Political Connections. *Review of Finance*, 22(3), 849–876. <https://doi.org/10.1093/rof/rfy008>
- Blau, B. M., Brough, T. J., & Thomas, D. W. (2013). Corporate lobbying, political

- connections, and the bailout of banks. *Journal of Banking and Finance*, 37(8), 3007–3017. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.04.005>
- Bonardi, J. P., Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2005). *The attractiveness of political markets: Implications for firm strategy*. *Academy of Management Review* (Vol. 30). <https://doi.org/10.5465/AMR.2005.16387895>
- Boubakri, N., Cosset, J.-C., & Saffar, W. (2012). The impact of political connections on firms' operating performance and financing decisions. *The Journal of Financial Research*, 35(3), 397–423. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2012.01322.x>
- Brodmann, J., Unsal, O., & Hassan, M. K. (2018). Political lobbying, insider trading, and CEO compensation. *International Review of Economics and Finance*, 59, 548–565. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.10.020>
- Cui, L., Hu, H. W., Li, S., & Meyer, K. E. (2018). Corporate political connections in global strategy. *Global Strategy Journal*, 8(3, SI), 379–398. <https://doi.org/10.1002/gsj.1325>
- Cull, R., Li, W., Sun, B., & Xu, L. C. (2015). Government connections and financial constraints: Evidence from a large representative sample of Chinese firms. *Journal of Corporate Finance*, 32(71302029), 271–294. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.012>
- Dicko. (2016). Firms Political Connections and Winning Government Contracts. *International Journal of Economics and Finance*, 8(2), 19–32. <https://doi.org/10.5539/ijef.v8n2p19>
- Dicko, S. (2017). Political connections, ownership structure and quality of governance. *International Journal of Managerial Finance*, 13(4), 358–377. <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2017-0010>
- Dicko, S., Khemakhem, H., & Zogning, F. (2019). Political connections and voluntary disclosure: the case of Canadian listed companies. *Journal of Management and Governance*, (0123456789). <https://doi.org/10.1007/s10997-019-09471-3>
- Dos Santos, W. G. (2017). *A democracia impedida: o Brasil no século XXI* (FGV). São: FGV Editora.
- Duchin, R., & Sosyura, D. (2012). The politics of government investment. *Journal of Financial Economics*, 106(1), 24–48. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.04.009>
- Faccio, M. (2006). Politically Connected Firms. *The American Economic Review*, 96(1), 369–386.
- Faccio, M. (2010). Differences between Politically Connected and Nonconnected Firms: A Cross-Country Analysis. *Financial Management*, 39(3), 905–928. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01099.x>
- Hillman, A. J., & Hitt, M. A. (1999). Strategy Corporate Political a Model of Approach , Formulation: Decisions and Strategy Participation ,. *The Academy of Management Review*, 24(4), 825–842.

- Jain, A. K. (2017). Fighting corruption: contemporary measures in Canada. *Canadian Foreign Policy Journal*, 23(1), 93–116. <https://doi.org/10.1080/11926422.2016.1270846>
- Khemakhem, H., & Dicko, S. (2013). Directors' Political Connections and Compliance with Board of Directors Regulations: The Case of S&P/Tsx 300 Companies. *International Journal of Business and Management*, 8(24), 117–125. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v8n24p117>
- Liedong, T. A., & Rajwani, T. (2017). The impact of managerial political ties on corporate governance and debt financing: Evidence from Ghana. *Long Range Planning*. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2017.06.006>
- Luo, D., & Ying, Q. (2014). Political Connections and Bank Lines of Credit. *Emerging Markets Finance and Trade*, 50(s3), 5–21. <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X5003S301>
- Mindzak, J. (2017). *Three Essays on Corporate Governance and Politically Connected Firms*. Wilfrid Laurier University.
- Minnick, K., & Noga, T. (2017). The influence of firm and industry political spending on tax management among S&P 500 firms. *Journal of Corporate Finance*, 44, 233–254. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.04.001>
- Pan, & Tian, G. G. (2017). Political connections and corporate investments: Evidence from the recent anti-corruption campaign in China. *Journal of Banking and Finance*, 1–15. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.03.005>
- Pfeffer, J., & Salancik, G. (1978). The External Control of Organizations: a resource dependence perspective. Retrieved from http://web.unitn.it/files/download/12425/the_external_control_of_organizations_ch3_pfeffer.pdf
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (2003). *The External Control of Organizations: a resource dependence perspective*. (S. B. Books, Ed.). California.
- Putantri, A. A., Nainggolan, Y. A., & Peranginangin, Y. (2018). Are foreign investors attracted to politically connected firms? *International Journal of Business and Society*, 19(1), 87–102.
- Saeed, A., Belghitar, Y., & Clark, E. (2017). Political connections and firm operational efficiencies: evidence from a developing country. *Review of Managerial Science*, 11(1), 191–224. <https://doi.org/10.1007/s11846-015-0185-5>
- Saeed, Abubakr, Belghitar, Y., & Clark, E. (2017). Political connections and firm operational efficiencies: evidence from a developing country. *Review of Managerial Science*, 11(1), 191–224. <https://doi.org/10.1007/s11846-015-0185-5>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Politicians and Firms. *Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 995–1025. Retrieved from <https://scholar.harvard.edu/shleifer/publications/politicians-and-firms>
- Sojli, E., & Tham, W. W. (2011). *The impact of foreign government investments: Sovereign*

- wealth fund investments in the United States. International Finance Review* (Vol. 12). [https://doi.org/10.1108/S1569-3767\(2011\)0000012011](https://doi.org/10.1108/S1569-3767(2011)0000012011)
- Speck, B. W. (2016). Game over: duas décadas de financiamento de campanhas com doações de empresas no Brasil. *Revista de Estudios Brasileños*, 3(4), 125–135.
- Tahoun, A. (2014). The role of stock ownership by US members of Congress on the market for political favors. *Journal of Financial Economics*, 111(1), 86–110. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.10.008>
- Tihanyi, L., Aguilera, R. V., Heugens, P., van Essen, M., Sauerwald, S., Duran, P., & Turturea, R. (2019). State Ownership and Political Connections. *Journal of Management*, XX(X), 1–29. <https://doi.org/10.1177/0149206318822113>
- Transparência Internacional, . (2019). Índice de Percepção da Corrupção. Retrieved January 13, 2020, from <https://transparenciainternacional.org.br/ipc/>
- Tressel, T., & Verdier, T. (2011). Financial Globalization and the Governance of Domestic Financial Intermediaries. *Journal of the European Economic Association*, 9(1), 130–175. <https://doi.org/10.1111/j.1365-2966.2010.01003.x>
- Warren, A., & Gibson, C. (2017). Subcultural enterprises, brand value, and limits to financialized growth: The rise and fall of corporate surfing brands. *GEOFORUM*, 86, 177–187. <https://doi.org/10.1016/j.geofonun.2017.09.017>
- Wellman, L. A. (2017). Mitigating political uncertainty. *Review of Accounting Studies*, 22(1), 217–250. <https://doi.org/10.1007/s11142-016-9380-0>
- Ying, Z., & Yuande, Z. (2013). Bank lending incentives and firm investment decisions in China. *Journal of Multinational Financial Management*, 23(3), 146–165. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2013.03.004>
- Zhang, & Li, J. (2017). Weak Law v. strong ties: An empirical study of business investment, law and political connections in China. *Review of Law and Economics*, 13(1), 1–47. <https://doi.org/10.1515/rle-2014-0008>

2. CONEXÕES POLÍTICAS, INVESTIMENTOS EMPRESARIAIS E SISTEMAS POLÍTICOS: UMA REVISÃO SISTEMÁTICA DA LITERATURA E AGENDA DE PESQUISA

2.1 INTRODUÇÃO

As interações entre empresas e governo têm sido tema de intenso debate público e de pesquisas acadêmicas. Os resultados apresentados pelas pesquisas científicas documentam que as conexões políticas fornecem recursos valiosos para as empresas como, por exemplo, transações de informações privilegiadas (Wellman, 2017); acesso facilitado a financiamentos em instituições governamentais ou por pacotes econômicos (Claessens, Feijen, & Laeven, 2008; Luo & Ying, 2014); aumento na aquisição de contratos com o governo (Dicko, 2016); maior desempenho e valor de mercado (Golubkov, 2016; Lin, 2019; Wong & Hooy, 2018a). Para obter essas vantagens, as empresas nomeiam políticos, ou ex-políticos, como membros de conselhos de administração ou diretorias (Faccio, 2006); apoiam financeiramente as campanhas eleitorais de partidos ou comitês políticos (Claessens et al., 2008); ou contam com a participação do governo na estrutura de propriedade das empresas (Tihanyi et al., 2019).

As conexões políticas permitem acesso a fontes alternativas de recursos financeiros e é apresentada como o fator impulsionador para a formação dessas redes. A disponibilidade de capital financeiro pode ser crucial às empresas, podendo influenciar na dinâmica empresarial, principalmente no que corresponde à alocação dos investimentos (Pan & Tian, 2017). Os efeitos das conexões políticas, sob os investimentos empresariais, podem ocorrer de formas diferenciadas.

Por um lado, o crédito facilitado em bancos governamentais reduz os problemas causados pelas restrições financeiras, contribui para o aumento do capital disponível para executar as atividades de investimentos (Cull et al., 2015; Luo & Ying, 2014) e tende a minimizar os problemas de subinvestimentos (Xu, Xu, & Yuan, 2013). Nesse cenário, as empresas elevam a capacidade de investimentos, expandindo a atividade operacional e, assim, podem gerar empregos e dinamizar a economia dos países. Caso haja maior eficiência na alocação desses investimentos, o retorno ao capital investido pode ser elevado, o que contribui para o maior desempenho empresarial.

Por outro lado, as empresas podem adotar medidas ineficientes na aplicação dos recursos, o que pode comprometer o retorno ao capital investido (Pan & Gang, 2017; Xu et al., 2013). Esse comportamento é notável quando as empresas realizam investimentos que são politicamente favoráveis, mas que não são rentáveis. Essa interferência pode afetar a alocação

dos investimentos de forma a modificar, inclusive, a capacidade da empresa em gerar novos empregos. Bertrand, Kramarz, Schoar, e Thesmar (2018) identificaram que empresas conectadas elevaram a contratação de funcionários em períodos eleitorais como retribuição de favores políticos. Ao seguir essa decisão política, as empresas conectadas apresentaram menor eficiência na aplicação dos investimentos e a consequente queda de desempenho contábil. Resultados similares foram noticiados por Chen, Sun, Tang e Wu (2011), ao comprovarem a queda na eficiência dos investimentos entre empresas conectadas. Cui, Hu, Li e Meyer (2018) sugerem que o valor e os custos para estabelecer as conexões políticas dependem, por exemplo, dos sistemas políticos e das instituições reguladoras. Nesse aspecto, os fatores ambientais dos países como o regime democrático ou autocrático, a alternância de poder nos governos, os sistemas jurídicos são fatores que impactam na formação das redes e afetam os investimentos empresariais.

Os caminhos apresentados demonstram que as conexões políticas influenciam os investimentos empresariais. Além disso, a natureza e o papel das conexões políticas estão sujeitos a importantes contingências que podem intensificar a relação estudada.

Nesse cenário, a presente pesquisa realizou uma revisão sistemática da literatura que objetivou sintetizar e avaliar os principais resultados sobre o relacionamento entre conexões políticas e investimentos empresariais. Como resultado, foram classificados 60 trabalhos publicados em periódicos com fator de impacto, mensurado pelo *Journal Citation Report* (2017). Recorreu-se às pesquisas empíricas que continham os termos “*political connections*” e “*investment*” entre título, resumo e palavras-chave, nas bases de dados *ProQuest*, *Web of Science*, *Emerald*, *Scopus* e *Science Direct*.

A pesquisa contribui de diferentes formas para a literatura. Primeiro, contribui às investigações que analisam as conexões políticas ao fornecer uma estrutura conceitual das diferentes *proxies* e formas de mensurar esses laços. Segundo, cataloga como o contexto ambiental e sociopolítico podem moldar as conexões políticas, e como as empresas utilizam-se das estruturas de poder para estabelecer suas redes de conexões com o governo. Terceiro, aponta os principais efeitos da relação analisada, considerando os tipos de investimentos abordados e sintetiza os principais resultados alcançados. Quarto, aponta como as lentes teóricas são utilizadas e a carência de interlocução com outras perspectivas analíticas que podem enriquecer o debate acerca do fenômeno das conexões políticas.

A revisão sistemática da literatura está segmentada da seguinte forma: no segundo tópico apresenta-se os critérios de seleção e análise dos artigos. A sessão 3 caracteriza os artigos identificando as áreas temáticas, os periódicos e os ambientes institucionais, onde os

estudos foram desenvolvidos. Na sessão 4 discute-se como os regimes políticos, pautados em sistemas democráticos e autocráticos e as estruturas de poder, moldam as conexões políticas. Na sessão 5 apresentam-se os efeitos das redes políticas nos investimentos e no desempenho empresarial. Na sessão 6 analisam-se as lentes teóricas, enquanto na sessão 7 discutem-se as pesquisas futuras e apresentam-se as considerações finais.

2.2 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para conduzir a revisão sistemática de literatura, utilizou-se do protocolo indicado por Appiah, Chizema e Arthur (2015) e Nicolás e Toval (2009), que é composto por sete etapas. Segundo Nicolás e Toval (2009), a revisão sistemática da literatura permite analisar o estado da arte de um campo de conhecimento ao identificar, avaliar e sintetizar o que foi discutido pelos pesquisadores. Assim, os procedimentos foram segregados nas etapas: i) identificação da questão de pesquisa; ii) escolha dos termos de pesquisa; iii) processo de pesquisa; iv) estabelecimento dos critérios de inclusão e exclusão dos artigos; v) adequação e verificação da qualidade dos artigos; vi) revisão; vii) análise dos artigos (qualitativa ou quantitativa).

A questão de pesquisa que norteia esta revisão sistemática está centrada nas relações entre conexões políticas e os investimentos empresariais, o que motivou a escolha dos termos “*political connections*” e “*investment*”, para a busca dos artigos. Utilizou-se da técnica de codificação booleana para que ambos os termos estivessem presentes nos artigos. Procedeu-se à pesquisa dos termos no singular e no plural, visto que essa disposição pode alterar a seleção dos artigos nas bases de dados pesquisadas, o que gerou quatro combinações possíveis².

As bases de dados de artigos selecionadas foram *ProQuest*, *Web of Science (ISI Web of Science)*, *Scopus*, *Science Direct* e *Emerald Insight*. Como nesta revisão sistemática não foi determinada uma área de pesquisa, optou-se pelas cinco bases de dados, de forma a abranger diferentes periódicos e áreas de pesquisa, além das áreas de *business*, *economics* e *management*. A pesquisa foi realizada entre setembro e outubro de 2018, sendo coberto o período inicial de cada base de dados até o período de coleta dos artigos.

Para seleção dos artigos, optou-se pela recorrência conjunta dos termos entre o título, resumo ou palavras-chave. Segundo Pagani, Kovaleski e Resende (2015), esse procedimento permite que os pesquisadores verifiquem o alinhamento dos trabalhos à proposição da revisão sistemática, dado que o título, o resumo e as palavras-chave contemplam as ideias principais

²As combinações possíveis foram: i) *political connection and investment*; ii) *political connections and investments*; iii) *political connections and investment*; ou iv) *political connection and investments*.

dos artigos. Entre os critérios de seleção, consideraram-se os artigos sujeitos a revisão às cegas (*blind review*), o que sugere a validação das pesquisas.

Diante da aplicação dos critérios de busca encontraram-se 399 artigos (Tabela 1). Os artigos foram inseridos no *software* StArt, o que permitiu identificar os trabalhos duplicados, bem como realizar o controle dos artigos entre as bases de dados. Identificou-se que 234 artigos foram recorrentes mais de uma vez nas bases. Portanto, para cada pesquisa duplicada foi mantida apenas uma versão. Nessa seleção foram mantidos 165 artigos. Em seguida, procedeu-se à leitura dos resumos e de parte dos artigos, para identificar como as pesquisas abordaram as conexões políticas e os investimentos. Na realização desse procedimento foram rejeitados 70 trabalhos que não utilizam as conexões políticas e dos investimentos como métrica dentro dos procedimentos metodológicos ou cujo tema não remetia à associação pesquisada nesta revisão sistemática. Nessa etapa, selecionaram-se 95 artigos.

Tabela 1
Descrição da amostra

Base de dados	<i>ProQuest</i>	<i>Web of Science</i>	<i>Scopus</i>	<i>Science Direct</i>	<i>Emerald</i>	Amostra Final
Total de Artigos	140	122	80	44	13	399
(-) Duplicados						-234
Amostra Parcial						165
(-) Rejeitados						-70
Amostra Parcial						95
(-) Rejeitados						-35
Amostra Final						60

Procedeu-se, então, à leitura em profundidade dos artigos previamente selecionados, o que culminou na exclusão de 35 estudos que não tratavam de pesquisas empíricas; aplicaram-se os termos utilizados na seleção dos artigos apenas na estruturação da revisão de literatura sem se relacionarem, diretamente, à questão de pesquisa ou, por vezes, mencionavam-se os termos, de forma esporádica, no texto. A amostra final foi composta por 60 artigos que estão listados no Apêndice 2.1.

Para assegurar a qualidade dos artigos selecionados para a revisão sistemática, conforme proposto por Appiah et al. (2015), utilizou-se do fator de impacto dos periódicos em 2017 e nos cinco anos anteriores editados pelo *Journal Citation Report* (JCR). Oito trabalhos foram publicados em revistas que não foram classificadas pela JCR. Por ser um número reduzido de trabalhos, optou-se por mantê-los na revisão. O periódico com maior fator de impacto (6.198) é o *Journal of Internacional Business Studies* com três artigos e pertence à primeira área de *Business* definida pelo JCR. Em relação ao fator de impacto referente aos

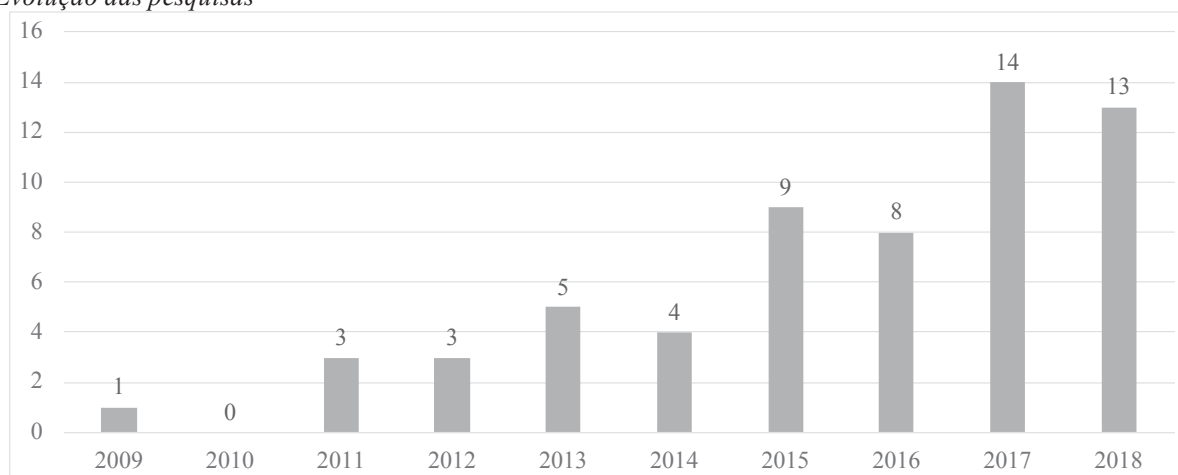
cinco anos anteriores a 2017, o *Journal of Business Venturing* apresentou o maior escore (9.069), sendo identificados dois trabalhos.

Na etapa final da revisão sistemática, adotaram-se, como instrumento de análise, as proposições de Ozbilgin, Beauregard, Tatli e Bell (2011) que estabelecem uma revisão crítica para examinar cuidadosamente a literatura e discutir sua confiabilidade. Assim, procede-se à caracterização dos artigos, pela apresentação das camadas que envolvem os regimes políticos e as redes entre empresas e governo, pela contextualização dos efeitos das conexões políticas nos investimentos empresariais e pelas lentes teóricas que circundam as pesquisas. Em cada tópico são discutidos os resultados alcançados e desenvolvidos apontamentos sobre a agenda e prospecções de pesquisas.

2.3 CARACTERIZAÇÃO DOS ARTIGOS

Os artigos selecionados apresentam uma tendência de crescimento com pico de publicações em 2017, sendo que mais de 50% dos estudos foram publicados entre 2016 e outubro de 2018. O primeiro estudo que analisa essa relação foi publicado em 2009, o que reforça a contemporaneidade da temática. A Figura 1 apresenta a evolução das pesquisas selecionadas.

Figura 1
Evolução das pesquisas



Apesar da ascensão das investigações sobre a temática, os artigos estão pulverizados em 44 periódicos que abrangem áreas como: *Business*; *Business and Finance*; *Energy & Fuels*; *Economics*; *Environmental Studies*; *Green & Sustainable Science & Technology*; e *Management*. A dispersão dos trabalhos sugere que são abordados diferentes tipos de investimentos empresariais, aos quais as conexões políticas podem exercer influência e que

tangenciam desde aquisições de instalações e equipamentos até aplicação de recursos em projetos de pesquisa e desenvolvimento. Além disso, os estudos não se concentram no *mainstream* de finanças, economia ou contabilidade que abordam, intensamente, nas relações entre empresas e o governo.

O Quadro 1 apresenta a distribuição dos artigos conforme a divulgação em periódicos. No *Journal of Banking & Finance* foram publicadas cinco pesquisas que abordam interação, conexões políticas e investimentos empresariais, o que traz destaque a esse periódico como o principal ambiente de divulgação da temática. Além disso, o referido periódico apresenta o fator de impacto de 1,931, conforme mensuração do JCR (2017), outra motivação para cativar a publicação de artigos. Por conseguinte, os periódicos *Journal of International Business Studies* e o *Journal of Corporate Finance*, cujos fatores de impacto são de 6,198 e 2,215, respectivamente, publicaram três artigos cada. Identifica-se, assim, que as pesquisas estão sendo publicadas em periódicos com elevado fator de impacto, o que permite que os resultados sejam apreciados por uma maior gama de pesquisadores e, possivelmente, por *stakeholders* que podem reconhecer como as redes políticas influenciam as estratégias de investimento das empresas.

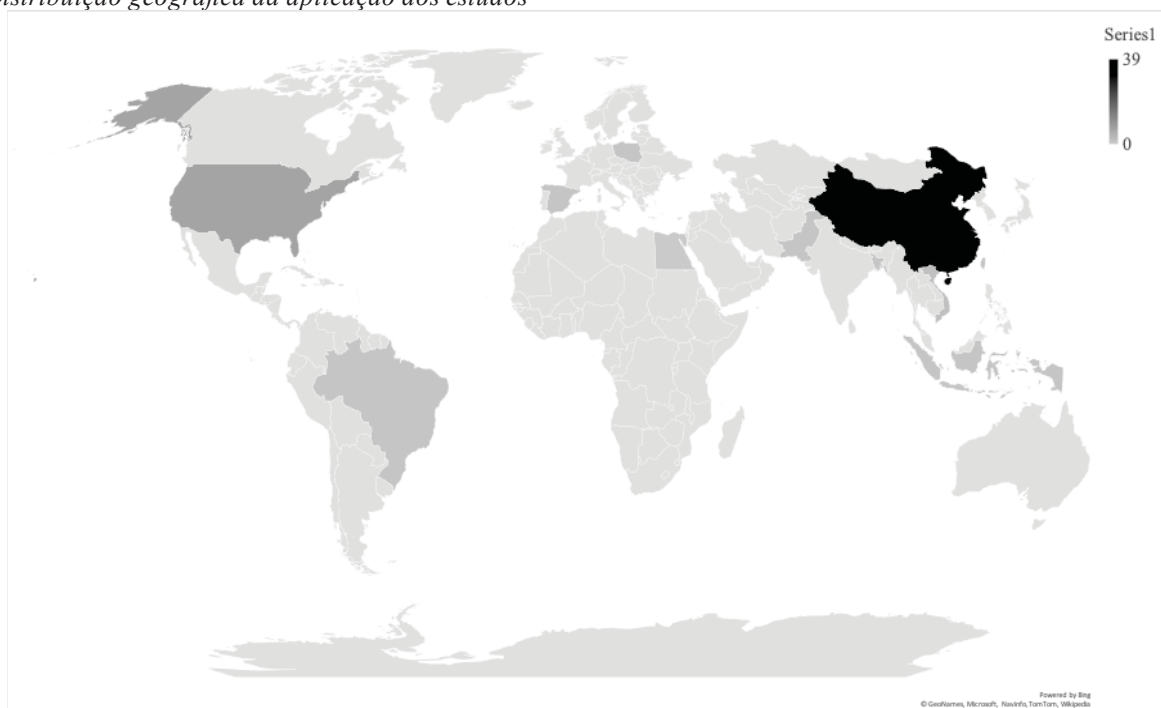
Quadro 1
Distribuição dos artigos por periódico

Periódicos	Número de Periódicos	Artigos por Periódico	Total
<i>Journal of Banking & Finance</i>	1	5	5
<i>Journal of International Business Studies</i> ; <i>Journal of Corporate Finance</i>	2	3	6
<i>Journal of Business Venturing</i> ; <i>Journal of Financial Economics</i> ; <i>International Business Review</i> ; <i>Pacific-Basin Finance Journal</i> ; <i>International Review of Economics and Finance</i> ; <i>Finance Research Letters</i> ; <i>Emerging Markets Finance and Trade</i>	8	2	16
<i>Tourism Management</i> ; <i>Strategic Management Journal</i> ; <i>Technovation</i> ; <i>Research Policy</i> ; <i>Energy Policy</i> ; <i>Journal of World Business</i> ; <i>Energy Economics</i> ; <i>World Development</i> ; <i>Technological Forecasting & Social Change</i> ; <i>Journal of Family Business Strategy</i> ; <i>Journal of Business Research</i> ; <i>Journal of Development Economics</i> ; <i>Global Strategy Journal</i> ; <i>Sustainability</i> ; <i>China Economic Review</i> ; <i>Journal of Accounting and Public Policy</i> ; <i>Review of Accounting Studies</i> ; <i>Review of Managerial Science</i> ; <i>European Financial Management</i> ; <i>The Journal of Law, Economics, and Organization</i> ; <i>Journal of Empirical Finance</i> ; <i>Economics of Governance</i> ; <i>Review of Law and Economics</i> ; <i>Economics Letters</i> ; <i>Argumenta Oeconomica</i> ; <i>China Journal of Accounting Research</i> ; <i>Economic and Political Studies</i> ; <i>Emerging Markets Review</i> ; <i>Institutional Investors in Global Capital Markets</i> ; <i>International Journal of Accounting & Information Management</i> ; <i>International Journal of Business and Society</i> ; <i>Journal of Multinational Financial Management</i> .	33	1	33
Total	44		60

A diversidade de periódicos também permite examinar em qual ambiente institucional essas pesquisas vêm sendo desenvolvidas. Essa proposição torna-se ainda mais relevante na medida em que as conexões políticas são estabelecidas entre empresas e agentes governamentais, o que se altera conforme o regime político adotado pelo país. A segmentação entre regimes democráticos e autocráticos, além da influência do Estado no mercado financeiro, dinamiza a formação das redes políticas, bem como a maneira como as empresas são persuadidas por essas teias. Dessa forma, a Figura 2 apresenta a distribuição geográfica de quais foram os ambientes institucionais onde os estudos foram desenvolvidos.

Figura 2

Distribuição geográfica da aplicação dos estudos



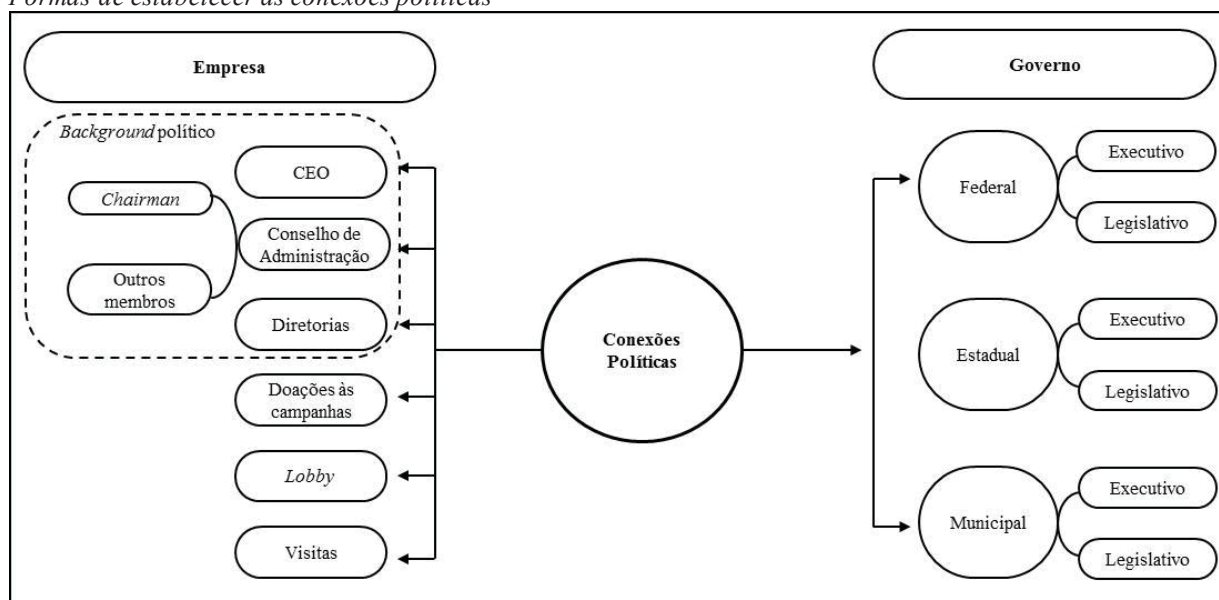
Dentre a distribuição geográfica, 55 estudos (91,6% da amostra) aplicaram-se a um único país (*national*), enquanto outros 5 trabalhos utilizaram amostra composta por 11 a 77 países (*cross-national*). A China foi recorrente em 39 pesquisas empíricas (65% da amostra) o que apresenta indícios da relevância do regime autocrático na condução das conexões políticas e seus efeitos nos investimentos empresariais. Posteriormente, tem-se o ambiente americano, com a aplicação de 7 estudos (11,7% da amostra), enquanto as demais pesquisas variam entre Bangladesh (1 estudo), Brasil (1), Espanha (1), Indonésia (1), Paquistão (1), Polônia (1), Taiwan (1), Vietnã (2) e com amostra composta por diferentes países (5).

2.4 A INFLUÊNCIA DOS SISTEMAS POLÍTICOS NA FORMAÇÃO DAS CONEXÕES POLÍTICAS

Os estudos abordados nesta revisão sistemática demonstram que as empresas utilizam formas alternativas para acessar o governo por meio da formação das conexões políticas. Os sistemas políticos adotados pelos países, entre sistemas democráticos ou autocráticos, interferem na forma das empresas estabelecerem as conexões políticas. No sistema democrático, o poder governamental é segmentado nas esferas municipal, estadual/provincial ou federal; e cada esfera é constituída pela separação dos poderes executivo, legislativo e judiciário. Enquanto no sistema autocrático, o poder está concentrado nas mãos de um líder ou partido, e as conexões políticas são formadas em prol desses agentes e variam entre relações formais e informais.

A Figura 3 sintetiza as formas alternativas para estabelecer as conexões políticas que são recorrentes entre as pesquisas analisadas. Em cada sistema político, democrático ou autocrático, há predominância de alguma dessas formas de conexões políticas que são representadas pela inserção de políticos ou ex-políticos na composição dos conselhos de administração e diretorias (*background* político os gestores); pelas doações às campanhas eleitorais; pelas atividades de *lobby* ou pela visita de agentes políticos nas empresas.

Figura 3
Formas de estabelecer as conexões políticas



A inserção de políticos ou ex-políticos na composição dos conselhos de administração e diretorias é a métrica recorrente entre os estudos abordados nesta revisão, considerando tanto o sistema democrático quanto autocrático. Essa medida analisa o aspecto

social dos gestores e captar a capacidade desses agentes acessarem o governo. Além disto, sugere que os gestores conectados conhecem o funcionamento do governo e podem antecipar, ou mesmo moldar as decisões empresariais à demanda governamental. A classificação de Faccio (2006) é prevalecente como instrumento para captar as conexões políticas pela perspectiva do *background* dos gestores. A autora classifica uma empresa como conectada ao governo quanto um membro do conselho de administração, um membro da administração ou o principal acionista for um membro do parlamento, um membro de um gabinete ministerial, ou um membro e/ou contribuinte para um partido político. No entanto, os estudos variam quanto a composição dos gestores analisados, sendo majoritária a análise dos altos executivos empresariais, representados pelo CEO, CFO e o *Chairman*.

Em ambientes autocráticos, o *background* político é captado, majoritariamente, pela experiência profissional do CEO, *Chairman* ou pelos membros do conselho de administração (Ge et al., 2017; Shen, Bui, & Lin, 2017; Wu, Li, Ying, & Chen, 2019; Zhang, Marquis, & Qiao, 2016). No contexto Chinês, os estudos analisados recorrem à atuação profissional desses gestores no Partido Comunista Chinês. Segundo Wang et al. (2018), manter boas relações com o governo central é importante para o desenvolvimento das empresas, principalmente para aquisição de contratos e direcionamento de políticas governamentais em prol dos setores e grupos empresariais. Xu (2018) sugere que o *background* político permite ganhos maiores quando os altos executivos, como CEO e o *Chairman*, estão associados ao governo.

O poder central chinês também atribui certa autonomia às províncias e aos municípios para regulamentação e planejamento de projetos de construção (Hung, Jiang, Liu, Tu, & Wang, 2017). Assim, as empresas estabelecem redes políticas com agentes políticos locais de maneira a influenciar os regulamentos que lhes interessam. Wu, Liang e Shen (2018) identificaram que CEO e *Chairman* conectados ao nível local realizam maiores investimentos em projeto de modernização industrial das empresas e aplicam mais recursos em P&D. Segundo Chen et al. (2011), os governos locais na China têm maior probabilidade de beneficiar as empresas conectadas, já que a mídia e o público em geral dão maior ênfase às atividades desenvolvidas pelo governo central.

As doações às campanhas eleitorais são destinadas a candidatos ou aos partidos políticos e estão sujeitas a regulamentos que exigem transparência pública quanto ao montante doado, por pessoa física ou jurídica. Essa forma de estabelecer redes com os agentes políticos tangencia as relações de envolvimento legal ou ilegal, que podem ser materializados em eventos corruptos, na medida em que os eleitos podem retribuir favores aos financiadores

das campanhas. No Brasil, por exemplo, essa é uma métrica utilizada para captar as conexões políticas devido aos elevados valores doados pelas empresas aos candidatos aos governos federal e estadual (Lazzarini, Musacchio, Bandeira-de-Mello, & Marcon, 2014). Em outros ambientes, como nos Estados Unidos da América (EUA), as doações enfrentam poucas restrições legais, mas estão sujeitas à transparência pública (Akey, 2015; Borghesi, Houston, & Naranjo, 2014; Duchin & Sosyura, 2012; Lee, Ozer, & Baik, 2018; Wellman, 2017).

O *lobby* foi utilizado em pesquisas realizadas em ambientes democráticos para identificar as conexões políticas. Quando regulamentado, o *lobby* permite às empresas apresentarem seus pontos de vista diretamente aos tomadores de decisão, como aos membros do parlamento que votam ou aos que produzem as leis (Cui et al., 2018). Nos EUA, a prática é regulamentada e vem sendo aplicada entre estudos que investigam seus efeitos nas decisões de investimentos. Blau et al. (2013), por exemplo, identificam que as empresas com maiores aplicações em recursos em atividade de *lobby* foram socorridas, a priori, durante o aporte financeiro promovido pelo governo americano por meio do Programa de Auxílio a Ativos Problemáticos (TARP) em 2008. Lee et al. (2018), por sua vez, sugerem que os gastos com *lobby* são atividades adicionais que intensificam as relações das empresas com o governo, quando a organização realiza doações às campanhas eleitorais.

Em países autocráticos destaca-se o papel das redes informais para estabelecer as conexões políticas. Wang, Yao e Kang (2018), consideram como forma de associação entre empresas e o governo as visitas de funcionários governamentais às organizações. O estudo comprovou que estas visitas induziram ao aumento do valor investido em gastos de capital e em P&D.

Além da influência dos regimes políticos na formação e estabilidade das interações entre empresas e o governo, fatores jurídicos e regulamentais são determinantes para definir quais práticas são legais. Por exemplo, alguns países estabelecem regras para definir a atuação concomitante de agentes políticos em cargos de gestão das empresas. Na China, os membros do Congresso Nacional ou do Comitê Consultivo Político do Povo Chinês podem atuar como membros do conselho de administração (Wu et al., 2019; Zhang et al., 2016), enquanto no Canadá, proíbe-se essa atuação conjunta, conforme pondera a Lei do Parlamento do Canadá (1985). Outros ambientes, como o Brasil, ainda não apresentam uma legislação que disciplina essa atuação conjunta.

No geral, as formas alternativas de estabelecer as redes políticas colocam em pauta a ação bidirecional da interação empresa-governo (Breton & Pesqueux, 2006). As conexões políticas permitem que as empresas alcancem vantagens junto ao governo, como divulgado

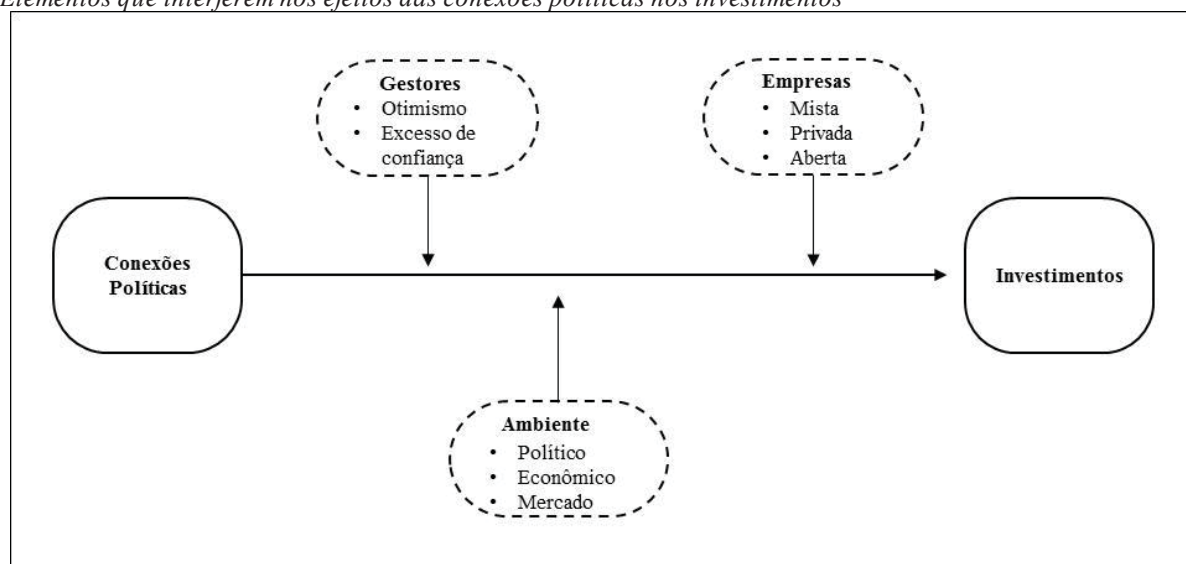
por outras revisões sistemáticas (Cui et al., 2018; Habib, Ranasinghe, Muhammadi, & Islam, 2018; Tihanyi et al., 2019) e estudos empíricos (Dicko, 2016; Lazzarini, Musacchio, Bandeira-de-Mello, & Marcon, 2011; Tahoun, 2014), e a ação contrária também é válida, como vem se apontando pela interferência dos agentes governamentais na conjuntura dos investimentos empresariais (Bertrand et al., 2018; Pan & Tian, 2017). No intuito de esclarecer essa dicotomia, no tópico seguinte colocam-se, em pauta, os efeitos das redes políticas nos investimentos empresariais.

2.5 CONTEXTUALIZANDO OS EFEITOS DAS CONEXÕES POLÍTICAS NOS INVESTIMENTOS EMPRESARIAIS

As pesquisas selecionadas nesta revisão sistemática sugerem que fatores políticos e econômicos; características do mercado e das empresas; e aspectos comportamentais dos gestores intervêm na relação entre conexões políticas e investimentos empresariais. Para tanto, discute-se, em profundidade, as interações anunciadas. A Figura 4 sintetiza os fatores que influenciem a relação.

Figura 4

Elementos que interferem nos efeitos das conexões políticas nos investimentos



A princípio, as empresas conectadas podem alcançar fontes alternativas de recursos financeiros em instituições governamentais como bancos e pacotes econômicos de desenvolvimento (Chan, Dang, & Yan, 2012; Cull et al., 2015; Jackowicz, Kozłowski, & Mielcarz, 2016; Lazzarini et al., 2014; Liu, Pan, & Tian, 2018; Xu et al., 2013). Essa vantagem competitiva permite que as empresas apresentem menores restrições financeiras e

maior fluxo de caixa livre, elementos que impactam a alocação dos investimentos e, possivelmente, refletem efeitos no desempenho contábil.

Neste sentido, as conexões políticas podem representar duplo efeito nas empresas. De um lado, o acesso facilitado a recursos financeiros permitem que as empresas realizem investimentos de forma ineficiente, como reflexo da gestão empresarial e da garantia de alcançar novos financiamentos (Chen et al., 2011). Por outro lado, as decisões e os investimentos podem ser influenciados pelas conexões políticas que atuam dentro das empresas, pelos membros dos conselhos de administração ou diretorias, ou ainda, com os agentes que a empresa mantém relações políticas, pautadas pelas doações financeiras às campanhas eleitorais, pelo *lobby*, ou pelas relações sociais. Para tanto, Zhao, Wan e Xu (2013) constatam que o interesse do governo pode sobressair às estratégias das empresas. Desse modo, as empresas podem retribuir favores aos políticos que podem ser materializados no aumento de unidades fabris, para gerar empregos em períodos eleitorais, ou mesmo realizar aportes financeiros a candidatos ou a comitês políticos (Bertrand et al., 2018; Xiaoqin Zhao, Wan, & Xu, 2013).

O nível de participação do governo na economia e o encerramento dos laços políticos, moderam a relação entre conexões e investimentos empresariais. Em mercados desenvolvidos, as conexões apresentam menor efeito sobre os investimentos (Ying & Yuande, 2013). Nesses ambientes, as relações sociais não permitem ganhos às empresas conectadas, visto que as instituições legais apresentam maior legitimidade. Outro fator que pode interferir nos investimentos é a interrupção dos laços políticos. Segundo Pan e Tian (2017), a eficiência dos investimentos das empresas chinesas melhorou, significativamente, após expulsão de gestores governamentais corruptos, que participavam da estrutura de gestão das empresas. O mesmo comportamento foi evidenciado por Dang e Yang (2016), ao demonstrar o crescimento dos investimentos em P&D como reflexo das políticas anticorrupção. As empresas conectadas, que encerraram seus laços com membros envolvidos em atos ilegais, apresentaram maior aplicação de recursos em P&D.

Em relação à adequação dos investimentos às demandas do governo, o aporte financeiro, via política de desenvolvimento local, associado às informações privilegiadas, permitem às empresas direcionar seus investimentos. Wang et al. (2011), por exemplo, constataram que empresas ligadas ao governo aplicaram mais recursos no setor de turismo que seus pares não conectados, mesmo quando não pertenciam ao setor. A relação tende a ser mais forte quando as conexões políticas são estabelecidas pelos CEOs. O conhecimento antecipado sobre o desenvolvimento das políticas públicas possibilita que empresas se

adequem à demanda governamental. Outros pesquisadores encontraram resultados semelhantes quanto ao direcionamento dos investimentos na área ambiental nos Estados Unidos (Borghesi et al., 2014) e no Vietnã (Zhang, 2017).

As conexões políticas ainda propiciam um ambiente favorável à realização dos investimentos, principalmente em períodos de instabilidade política e econômica. As redes políticas cumprem seu papel de reduzir a incerteza ambiental nesses cenários ao induzir as organizações à busca por resgate financeiro. Nesse cenário, os laços com o governo fornecem acesso às informações privilegiadas que compensam a relação negativa entre investimentos e incerteza política e econômica. Wellman (2017) constatou que nos EUA, as empresas conectadas aos membros do poder legislativo apresentam menor queda no nível de investimentos do que seus pares em períodos de elevada incerteza política. Em períodos de instabilidade econômica, como a crise das hipotecas *subprime* dos EUA, em 2008, as empresas conectadas foram beneficiadas, em maior quantidade e menor tempo, com recursos provenientes do TARP (Blau et al., 2013; S. H. Lee et al., 2018). O TARP foi um aporte financeiro realizado pelo governo americano e dirigido às empresas durante a crise. Os estudos demonstram que as diferentes formas de estabelecer conexões políticas conduzem às condições regulatórias favoráveis e o apoio governamental foi essencial para a recuperação dessas organizações.

No contexto chinês, estudos constataam que empreendedores conectados ao governo adquirem recursos financeiros e expandem suas oportunidades de investimentos (Ge, Stanley, Eddleston, & Kellermanns, 2017; Zhou, 2013). Dessa forma, os empreendedores com experiência política à nível nacional ou provincial sentem-se mais seguros em realizar os reinvestimentos dos lucros (Zhou, 2013). Os resultados apontam que as conexões políticas têm maior efeito em regiões com instituições jurídicas e de mercado menos desenvolvidos, propondo que as conexões políticas substituam, ao contrário de complementar, as instituições formais de mercado. A redução da incerteza promovida pelas conexões políticas permite que as empresas realizem investimentos menos conservadores. Boubakri, Mansi e Saffar (2013) evidenciaram, em uma amostra de 45 países, que empresas conectadas assumem maior risco nos investimentos, o que pode estar associado ao acesso facilitado a crédito em bancos governamentais. O acesso ao crédito favorece, inclusive, os processos de aquisições de outras empresas (Chow, Fung, Lam, & Sami, 2012).

Outra variável que interfere positivamente na relação entre conexões políticas e investimento em P&D é o excesso de confiança associada aos CEOs. Segundo Wang et al. (2018), o excesso de confiança modera, positivamente, a relação entre laços políticos e os

investimentos em P&D. Os gestores superconfiantes são ouvidos devido à capacidade de autopromoção, sendo um importante mecanismo para adquirir apoio político e para maximizar o retorno dessa filiação (Wang et al., 2018). A associação entre variáveis comportamentais, conexões políticas e investimentos empresariais ainda são pouco exploradas pela literatura e podem ser inseridas na agenda de pesquisa.

As pesquisas evidenciam que as redes políticas interferem na alocação dos investimentos empresariais, seja por influência direta dos gestores conectados, seja por agentes associados às organizações. Molda-se essa relação conforme o tipo da conexão, o ambiente institucional onde se desenvolvem as pesquisas e utilizam-se, nos estudos, as métricas alternativas para captar os investimentos. Assim, discute-se a seguir as principais medidas de investimentos contempladas pelas pesquisas.

2.5.1 Contextualizando as medidas de investimentos empresariais

Entre os artigos selecionados nota-se que os pesquisadores estão preocupados em identificar os tipos de investimentos passíveis de interferência governamental, quando isto ocorre e qual a dimensão desse efeito. Os autores utilizam uma variedade de medidas, onde se encontram similaridade em sua formação e nos achados, mesmo quando aplicadas em ambientes institucionais distintos. Os investimentos foram captados pelas variáveis: i) Capex; ii) P&D; iii) internalização das empresas; iv) sustentabilidade; e v) turismo. A diversidade de métricas também está em consonância à multidisciplinaridade das pesquisas sobre o fenômeno das conexões políticas.

Utilizou-se o Capex aqueles estudos que analisaram a interferência das conexões políticas na alocação e na eficiência dos investimentos. Os resultados sugerem que empresas conectadas ao governo apresentam menor eficiência na alocação de recursos referentes a aquisições de instalações e equipamentos (Chen et al., 2011; Pan & Tian, 2017; X. Zhao et al., 2013). No entanto, em períodos de maior incerteza política, as empresas conectadas apresentaram menores restrições financeiras o que permitiu a manutenção e o crescimento dos investimentos em instalações e equipamentos (Chan et al., 2012; Lazzarini et al., 2014; Wellman, 2017; N. Xu et al., 2013). As pesquisas convergem para o efeito positivo e significativo das conexões políticas na alocação dos investimentos mensurados pelo Capex.

Ao utilizar da P&D como forma de captar os investimentos, as pesquisas analisam o constructo de inovação e discutem como o governo tem desenvolvido políticas de fomento para essas atividades (Hou, Hu, & Yuan, 2017; Jia & Ma, 2017; Song, Ai, & Li, 2015; Bao Wu, Liang, & Shen, 2018). Essa *proxy* considera tanto os recursos classificados como ativos

nos balanços patrimoniais quanto os gastos decorrentes das atividades identificadas como despesas. Sob o constructo de inovação ainda tangenciam o número de patentes, o *goodwill* e, por vezes, os ativos intangíveis. Os resultados são antagônicos, na medida em que se evidenciam incremento de recursos em P&D, e encolhimento da destinação desses recursos em prol de outros investimentos (Song et al., 2015; Bao Wu et al., 2018; Xu & Yano, 2016). Em ambos os casos, a compatibilidade entre as decisões empresariais e a orientação política do governo foram recorrentes. Aspectos como incerteza política (Wang, Wei, & Song, 2017); o excesso de confiança dos gestores (Wang, Sutherland, et al., 2018); e os efeitos correlatos no desempenho (Wang, Li, & Furman, 2017) incorporam essa discussão.

A internacionalização das empresas foi investigada pelas pesquisas quanto aos efeitos proporcionados pela formação das redes políticas nos países anfitriões (Albino-Pimentel et al., 2018; Chen, Li, & Fan, 2017; Deng et al., 2018; Fernández-Méndez, García-Canal, & Guillén, 2018; Li, Meyer, Zhang, & Ding, 2017; Liang et al., 2015; Lu, Liu, Filatotchev, & Wright, 2014; Wang, Ma, Song, & Liu, 2016). Os estudos apontam que o estabelecimento de conexões políticas permite que as empresas consigam entrar em novos mercados, e essas redes são utilizadas para superar as barreiras institucionais dos países anfitriões. Para captar a internalização das empresas, utilizaram-se variáveis *dummy* que segmentam as empresas com filiais em outros países, bem como as aplicações monetárias nesse processo.

Quanto à sustentabilidade, os estudos avaliaram a destinação desses recursos entre empresas conectadas e seus pares não conectados. Os resultados indicam que as teias políticas afetam positivamente os investimentos em sustentabilidade. Utilizaram-se os investimentos na conservação de energia, na redução de emissão de gases (Wang, Zhang, et al., 2018) e na divulgação de informações ambientais corporativas como instrumento para mensurar esses investimentos (Zhang, 2017). Captaram-se os investimentos em turismo por uma variável *dummy* e pelo montante financeiro aplicado nesse segmento.

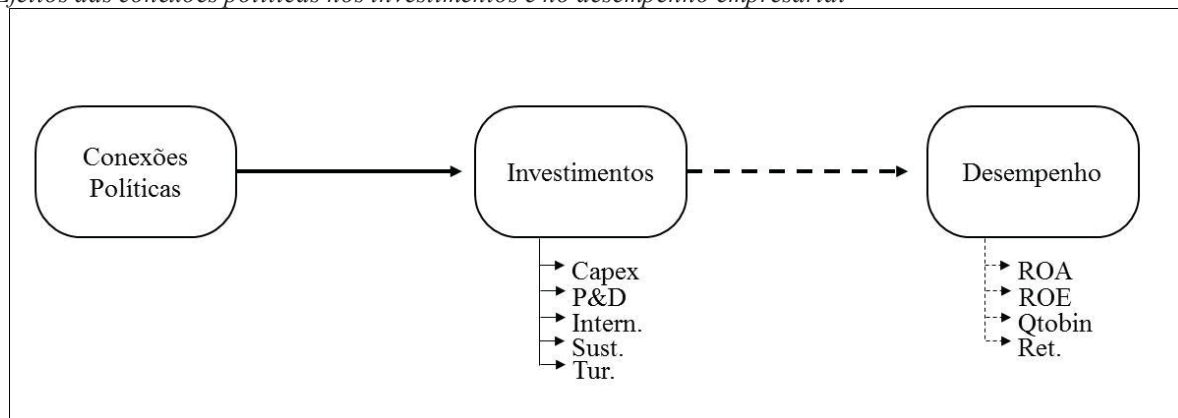
As variáveis utilizadas para captar os investimentos são válidas e permitem novas investigações que contemplem as modificações na formação e estabilidade das conexões políticas e seus efeitos nesses investimentos. Considerando que as redes políticas são mutáveis e adaptáveis às estratégias empresariais e às demandas do governo, as alterações na formação dessas redes podem proporcionar novos *insights* nos investimentos empresariais.

2.6 EFEITOS DAS CONEXÕES POLÍTICAS NOS INVESTIMENTOS E NO DESEMPENHO EMPRESARIAL

Para além dos efeitos das conexões políticas nos investimentos, as pesquisas identificam que essa inter-relação ressoou sobre o desempenho contábil e de mercado das empresas. A Figura 5 identifica a relação entre conexões políticas, investimentos e o desempenho empresarial, bem como as métricas utilizadas para captar essas variáveis.

Figura 5

Efeitos das conexões políticas nos investimentos e no desempenho empresarial



Nota. Capex representa o *capital expenditure*; P&D: pesquisa e desenvolvimento; Intern: investimentos em internacionalização das empresas; Sust: investimentos em sustentabilidade; Tur: investimentos em turismo; ROA: retorno sobre o ativo; ROE: retorno sobre o patrimônio líquido; Qtobin: Q de Tobin; Ret: retorno das ações.

Esse impacto foi captado em variáveis contábeis que estão sujeitas ao maior controle dos gestores, sendo passíveis de interferência política e de refletir as alterações nos investimentos: o retorno dos ativos (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). O desempenho de mercado representa como os agentes do mercado financeiro podem perceber as empresas conectadas. Foram utilizados o Q de Tobin e o retorno das ações para representar o desempenho de mercado.

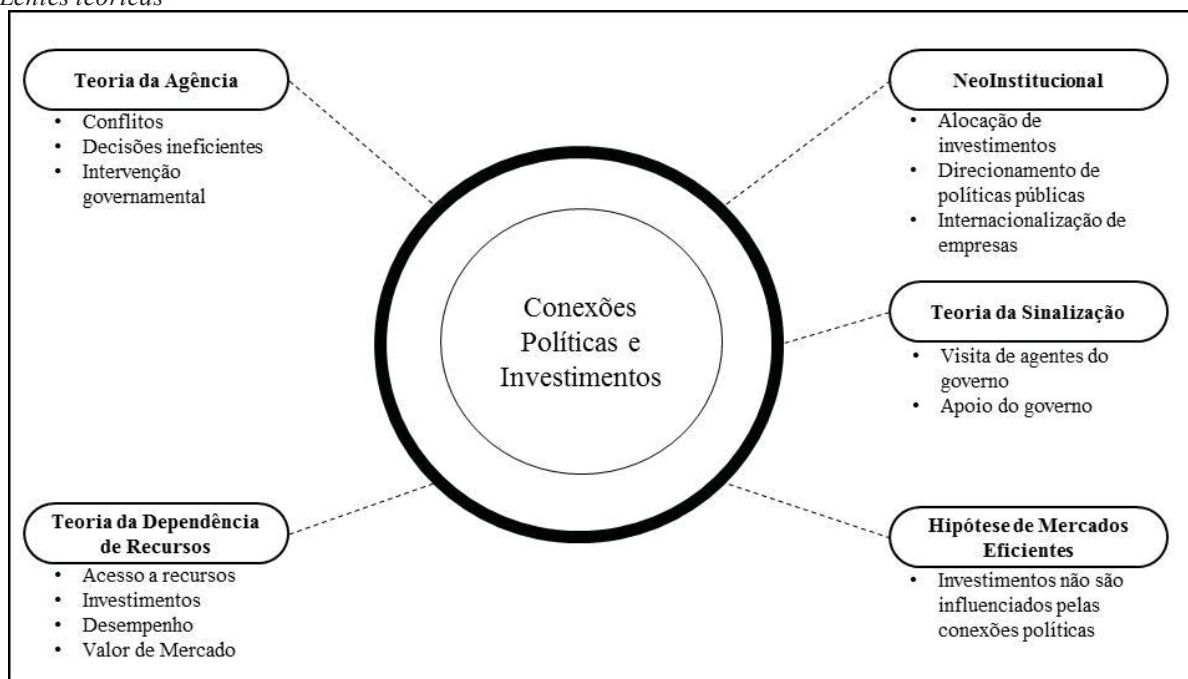
Os resultados demonstram efeitos mistos das conexões políticas no desempenho. Estudos demonstraram que as empresas conectadas apresentam menor desempenho contábil devido ao excesso de investimentos (Wu, Wu, Zhou, & Wu, 2012) e menor retorno das ações como reflexo do excesso de confiança aos gerentes durante a alocação dos investimentos (Ling, Zhou, Liang, Song, & Zeng, 2016). Diferentemente dos achados anteriores, Wang, Yao, et al. (2018) encontram evidências do relacionamento positivo, e significativo, entre conexões políticas e o desempenho das empresas chinesas. Wang et al. (2018) constataram que as empresas conectadas apresentaram aumento no valor investido em gastos de capital e P&D, e melhora no desempenho devido a estabilidade das conexões políticas.

Para captar o comportamento das conexões políticas nos investimentos e no desempenho, os pesquisadores utilizaram lentes teóricas alternativas que tangenciam perspectivas organizacionais e econômicas. As escolhas teóricas emitem a forma como os pesquisadores analisaram o fenômeno das conexões políticas e estas correntes são discutidas na sequência.

2.7 LENTES TEÓRICAS

As pesquisas evidenciam que as conexões políticas são fenômenos interdisciplinares que abrangem estudos em economia, ciência política, estratégia, administração e contabilidade. Como tal, uma variedade de lentes teóricas é utilizada para dar suporte às investigações. Os autores utilizam da Teoria da Dependência de Recursos, da perspectiva Neoinstitucional, da Teoria da Agência, da Hipótese de Mercados Eficiente e da Teoria da Sinalização. A Figura 6 sintetiza as teorias utilizadas nos estudos selecionados.

Figura 6
Lentes teóricas



A Teoria da Dependência de Recursos baseia-se na premissa de que as empresas não são capazes de produzir todos os recursos dos quais necessitam e uma forma de sobreviver no mercado é estabelecendo alianças estratégicas com outras organizações, entre elas, o governo (Pfeffer & Salancik, 2003). Como esse agente detém fontes alternativas de recursos, sejam eles monetários, informacionais ou associados a prestígio, as empresas utilizam-se das

conexões políticas como instrumento para reduzir os riscos ambientais e alcançar vantagens competitivas.

Dessa forma, as empresas mantêm relações com agentes do governo, no intuito de alcançar recursos financeiros, por meio de instituições financeiras governamentais, e de antecipar-se às políticas públicas, ou mesmo serem beneficiadas em licitações e contratos com o governo (Cumming, Rui, & Wu, 2016). Nessa perspectiva, tem-se utilizado a Teoria da Dependência de Recursos como lente teórica nos estudos que analisam os tipos de recursos alcançados pelas empresas, por meio das conexões políticas, em diferentes ambientes institucionais (Deng et al., 2018; Wang, Yao, et al., 2018; Wang, Zhang, et al., 2018). Contudo, tanto a teoria quanto os estudos ainda não conseguiram argumentar como as modificações na formação e na estabilidade das políticas podem interferir nos recursos derivados da interação empresas-governo, entre eles, os efeitos sobre o acesso a financiamentos e, consequentemente, efeitos sobre os investimentos empresariais.

A Teoria Institucional foi utilizada sob a vertente do institucionalismo sociológico que se concentra nas estruturas sociais para explicar a uniformidade nas práticas organizacionais (DiMaggio & Powell, 2005). Essa vertente abrange domínios regulatórios, normativos e cognitivos que exercem pressões isomórficas sobre as organizações. A lente teórica sugere que os gestores conectados politicamente comportem-se como agentes do governo e podem pressionar as empresas a realizarem determinados tipos de investimentos para alcançar a meta do governo (Wang et al., 2018). Outros estudos analisam como as empresas adaptaram suas decisões de investimentos conforme os ambientes institucionais e o direcionamento das políticas públicas (Wang & Xu, 2011). Utilizou-se, também, a teoria para analisar os processos de internalização das empresas e como as conexões políticas permitem legitimidade política no país anfitrião (Albino-Pimentel, Dussauge, & Shaver, 2018; Chen, Li, & Fan, 2017; Lu, Liu, Filatotchev, & Wright, 2014). Nesse aspecto, a teoria sugere que há uma homogeneidade entre as decisões políticas e o direcionamento das ações empresariais.

A Teoria da Agência foi utilizada para caracterizar os conflitos de interesses entre os gestores empresariais e os agentes políticos que participam como membros da gestão organizacional ou da estrutura de propriedade. Nessa perspectiva, a informação assimétrica e os conflitos de interesses entre o bem privado e a orientação pública-política impactam negativamente a alocação e a eficiência dos investimentos empresariais (Liu et al., 2018; Song, Ai, & Li, 2015; Zhang & Li, 2017). Zhao et al. (2013) apresentam indícios de que as empresas conectadas politicamente desviam-se do objetivo de maximizar os benefícios dos acionistas e tomam decisões de investimentos ineficientes que são causados pelos problemas

de agência ou pela intervenção do governo. Associada à Teoria da Agência, os pesquisadores recorrem à Hipótese de Mercado Eficiente para demonstrar que, em um mercado perfeito, o comportamento de investimento de uma empresa é irrelevante para suas decisões de financiamento (Modigliani & Miller, 1958). Nesse contexto, as conexões políticas não apresentariam influência sobre o acesso a recursos financeiros, tampouco haveria interferência na alocação dos investimentos.

Utilizou-se a Teoria da Sinalização, especificadamente, para analisar como as conexões políticas, mensuradas pela visita de funcionários do governo às empresas chinesas, podem ser interpretadas como um sinal de apoio do governo. Desse modo, podem reduzir eficientemente os custos de transação decorrentes da existência de informações assimétricas em economias emergentes como a China (Wang, Yao, et al., 2018).

Apesar de utilizarem-se as teorias para analisar o mesmo fato científico, isto é, os efeitos das conexões políticas nos investimentos empresariais, são restritos os estudos que utilizam de correntes teóricas concomitantes para analisar esse fato. Perspectivas sociológicas da formação das redes políticas, como a Teoria do Capital Social (Bourdieu, 2006), também justificam a formação dessas redes pelas empresas. No entanto, entre os estudos investigados não se evidenciaram análises que contemplassem essa vertente teórica. Dicko (2017) utiliza da Teoria da Dependência de Recursos e da Teoria do Capital Social como lente de análise para as conexões políticas formadas no contexto canadense. Para a autora, a união entre correntes econômicas e sociológicas permite analisar os fatos de forma complementar e incentiva a compreensão do fenômeno de formas alternativas.

2.8 CONSIDERAÇÕES FINAIS

No intuito de avaliar os resultados de estudos empíricos sobre o relacionamento entre conexões políticas e investimentos empresariais, a presente revisão sistemática selecionou 60 artigos divulgados na *Emerald*, *ProQuest*, *Science Direct*, *Scopus* e *Web of Science*. Durante a seleção não se inseriram filtros para identificar períodos de coberturas ou áreas de concentração dos trabalhos. Dessa forma, os artigos elegidos demonstram que se reportam a temática de conexões políticas e investimentos empresariais por diferentes áreas de pesquisa, que abrangem *Business*; *Business and Finance*; *Energy & Fuels*, *Economics*; *Environmental Studies*; *Green & Sustainable Science & Technology*; e *Management*. Recorreu-se à diversidade da temática na escolha dos periódicos para publicação identificando-se 43 canais que variam quanto ao fator de impacto, mensurado pelo JCR.

Segmentaram-se os artigos conforme os ambientes institucionais onde se desenvolveram e identificou-se que as pesquisas aplicadas na China foram predominantes, seguido pelos EUA. Essa disposição influencia, diretamente, a formação das conexões políticas e seu uso pelas empresas. Nesse aspecto, a pesquisa aprofundou a análise identificando como os regimes democráticos e autocráticos conduzem à formação das redes políticas e influenciam os investimentos empresariais.

A estruturação dos artigos permitiu realizar inferências sobre as investigações futuras que são segmentadas em: i) as formas de mensurar as conexões políticas; ii) as relações entre as conexões e os investimentos empresariais; iii) as variáveis que intervêm nessa relação; e iv) lentes teóricas.

Em primeiro lugar, para captar o relacionamento entre empresas e o governo, os pesquisadores utilizam formas alternativas para identificar as empresas conectadas politicamente, entre o *background* político, as doações às campanhas eleitorais, *lobby*, e a participação do governo na estrutura de propriedade das empresas. Os achados apontam o uso recorrente do *background* político como instrumento para captar as conexões políticas, utilizando-se a definição de Faccio (2006). No entanto, as redes políticas são mutáveis e adaptáveis às estratégias empresariais e às demandas do governo e as pesquisas ainda não consideram como as mudanças no ambiente institucional podem influenciar a formação e a estabilidade dessas conexões políticas. De modo semelhante, as pesquisas deixam de considerar os efeitos dessas modificações nos benefícios alcançados pelas empresas e como essas redes podem interferir na dinâmica empresarial. Nesse aspecto, sugere-se investigar como essas modificações impactam os investimentos e/ou são sentidas no desempenho empresarial.

Outra forma de análise das conexões políticas dá-se pela atuação concomitante dos diferentes canais de interação empresa-governo, como forma de diversificação. Sob essa orientação, as métricas quando atuam de forma conjunta podem desempenhar papéis de complementariedade ou de substituição. Ao atuar de forma complementar, os laços com o governo identificam a força das conexões políticas. As empresas com conexões políticas fortes aumentam os canais de comunicação com o governo e podem alcançar mais benefícios e diferenciar-se dentre as empresas conectadas. Pela orientação da relação de substituição, uma das formas de estabelecer as conexões políticas pode ser predominante de modo a reduzir os efeitos dos demais laços com o governo. Esse comportamento pode ser explorado por pesquisas futuras em diferentes ambientes institucionais ao indicar quais laços são estratégicos às organizações na obtenção de vantagens competitivas. Pode-se explorar a

relação de substituição quando há restrições das formas de estabelecer as conexões, o que induz ao crescimento das métricas auxiliares.

A discussão entre as métricas alternativas para mensurar as conexões políticas coloca em evidência os efeitos dos laços entre as empresas com cada esfera do governo. A natureza das conexões políticas, isto é, a associação da empresa com cada esfera, pode transacionar fluxos informacionais e oferecer benefícios específicos às empresas. Nesse sentido, abre-se espaço para investigar os benefícios proporcionados pelas conexões estabelecidas com agentes políticos das diferentes esferas governamentais, como federal/central, estadual/provincial e municipal/local.

No tocante aos efeitos das conexões políticas nos investimentos e, consequentemente, no desempenho empresarial, ainda são restritos os estudos que utilizam diferentes ambientes institucionais. Nesta revisão sistemática da literatura, notou-se que o uso de variáveis macroeconômicas como instabilidade política e econômica, nível de corrupção e de desenvolvimento dos países podem interferir nessas relações. Ao adotar múltiplos ambientes institucionais as amostras variaram, o que não permitiu realizar uma análise detalhada do estabelecimento das conexões políticas e de seus efeitos sobre as empresas. Dessa forma, novas pesquisas podem analisar, especificadamente, a construção das *proxies* de conexões políticas e inserir as características dos países na composição dessas métricas. Sugere-se que estudos investiguem os efeitos das conexões políticas em contextos institucionais antagônicos, de forma a desvendar a existência de similaridades e antagonismos no uso estratégico das conexões políticas.

Ao analisar a relação entre conexões políticas e os investimentos empresariais, notou-se que variáveis comportamentais e políticas também têm efeito sobre essa relação e carecem de investigação. O acesso facilitado às fontes de financiamento e a menor incerteza ambiental decorrente das conexões políticas pode induzir ao otimismo e ao excesso de confiança dos gestores durante a aplicação dos recursos. Pode-se investigar esse comportamento ao analisar tanto os altos executivos das empresas quanto os membros das diretorias e dos conselhos de administração. Entre as variáveis políticas, sugere-se o reconhecimento da ideologia política entre empresas e os agentes políticos, bem como os efeitos da alternância do governo no estabelecimento das conexões políticas. Sugere-se que a alternância de siglas políticas no governo possa modificar, substancialmente, a formação e a estabilidade das conexões utilizadas pelas empresas.

Entre as lentes teóricas sugere-se que perspectivas teóricas atuem de forma conjunta para esclarecer o comportamento das conexões em diferentes ambientes institucionais. Os

estudos ainda se concentram em analisar um único país, sendo recorrente o uso de perspectivas econômicas. No entanto, as conexões políticas têm como base as relações sociais que, por vezes, são exteriores ao comportamento econômico das empresas. Destarte, perspectivas sociológicas podem contribuir para analisar o fenômeno das conexões políticas.

Constata-se que a literatura não esclarece como as mutações nas conexões políticas podem alterar o comportamento dos investimentos e, conseqüentemente, serem sentidas no desempenho empresarial. Esta análise torna-se importante ao investigar como as mudanças nos ambientes institucionais produzem efeitos sobre a formação e estabilidade das redes políticas. O cenário proposto ainda coloca em evidência os ganhos produzidos pelas conexões políticas diante dessas modificações do ambiente institucional e trazem para discussão os pressupostos da Teoria da Dependência de Recursos. Assim, quais seriam os efeitos das conexões políticas nos investimentos e no desempenho em distintos ambientes institucionais?

REFERÊNCIAS

- Akey, P. (2015). Valuing changes in political networks: Evidence from campaign contributions to close congressional elections. *Review of Financial Studies*, 28(11), 3188–3223. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv035>
- Albino-Pimentel, J., Dussauge, P., & Shaver, J. M. (2018). Firm non-market capabilities and the effect of supranational institutional safeguards on the location choice of international investments. *Strategic Management Journal*, 39(10), 2770–2793. <https://doi.org/10.1002/smj.2927>
- Appiah, K. O., Chizema, A., & Arthur. (2015). Predicting corporate failure: a systematic literature review of methodological issues. *International Journal of Law and Management*, 57(5), 461–485. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-04-2014-0032>
- Bertrand, M., Kramarz, F., Schoar, A., & Thesmar, D. (2018). The Cost of Political Connections. *Review of Finance*, 22(3), 849–876. <https://doi.org/10.1093/rof/rfy008>
- Blau, B. M., Brough, T. J., & Thomas, D. W. (2013). Corporate lobbying, political connections, and the bailout of banks. *Journal of Banking and Finance*, 37(8), 3007–3017. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.04.005>
- Borghesi, R., Houston, J. F., & Naranjo, A. (2014). Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interests. *Journal of Corporate Finance*, 26, 164–181. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.03.008>
- Boubakri, N., Mansi, S. A., & Saffar, W. (2013). Political institutions, connectedness, and corporate risk-taking. *Journal of International Business Studies*, 44(3), 195–215. <https://doi.org/10.1057/jibs.2013.2>
- Bourdieu, P. (2006). 1. Le capital social. Notes provisoires. *Recherches/MAUSS*, 29–34. Retrieved from <https://www-cairn-info.biblio-dist.ut->

capitole.fr/resume.php?ID_ARTICLE=DEC_BEVOR_2006_01_0029%5Cnhttps://www-cairn-info.biblio-dist.ut-capitole.fr/load_pdf.php?ID_ARTICLE=DEC_BEVOR_2006_01_0029

- Breton, G., & Pesqueux, Y. (2006). Business in society or an integrated vision of governance. *Society and Business Review*, 1(1), 7–27. <https://doi.org/10.1108/17465680610643319>
- Chan, K. S., Dang, V. Q. T., & Yan, I. K. M. (2012). Chinese firms' political connection, ownership, and financing constraints. *Economics Letters*, 115(2), 164–167. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2011.12.008>
- Chen, L., Li, Y., & Fan, D. (2017a). How do emerging multinationals configure political connections across institutional contexts? *Global Strategy Journal*. <https://doi.org/10.1002/gsj.1187>
- Chen, Li, Y., & Fan, D. (2017b). How do emerging multinationals configure political connections across institutional contexts? *GLOBAL STRATEGY JOURNAL*, 8(3, SI), 447–470. <https://doi.org/10.1002/gsj.1187>
- Chen, Sun, Z., Tang, S., & Wu, D. (2011). Government intervention and investment efficiency: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 17(2), 259–271. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.08.004>
- Chow, C. k. W., Fung, M. K. Y., Lam, K. C. K., & Sami, H. (2012). Investment opportunity set, political connection and business policies of private enterprises in China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 38(3), 367–389. <https://doi.org/10.1007/s11156-011-0231-6>
- Claessens, Feijen, E., & Laeven, L. (2008). Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 554–580. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.11.003>
- Cui, L., Hu, H. W., Li, S., & Meyer, K. E. (2018). Corporate political connections in global strategy. *Global Strategy Journal*, 8(3, SI), 379–398. <https://doi.org/10.1002/gsj.1325>
- Cull, R., Li, W., Sun, B., & Xu, L. C. (2015). Government connections and financial constraints: Evidence from a large representative sample of Chinese firms. *Journal of Corporate Finance*, 32(71302029), 271–294. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.012>
- Cumming, D., Rui, O., & Wu, Y. (2016). Political instability, access to private debt, and innovation investment in China. *Emerging Markets Review*, 29, 68–81. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.08.013>
- Dang, L., & Yang, R. (2016). Anti-corruption, marketisation and firm behaviours: evidence from firm innovation in China. *Economic and Political Studies*, 4(1), 39–61. <https://doi.org/10.1080/20954816.2016.1152093>
- Deng, Z., Yan, J., & Essen, M. (2018). Heterogeneity of political connections and outward foreign direct investment. *International Business Review*, 27(4), 893–903. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2018.02.001>

- Dicko. (2016a). Firms Political Connections and Winning Government Contracts. *International Journal of Economics and Finance*, 8(2), 19–32. <https://doi.org/10.5539/ijef.v8n2p19>
- Dicko, S. (2016b). Firms Political Connections and Winning Government Contracts. *International Journal of Economics and Finance*, 8(2), 19. <https://doi.org/10.5539/ijef.v8n2p19>
- DiMaggio, P. ., & Powell, W. W. (2005). A Gaiola de Ferro Revisitada: isomorfismo institucional e racionalidade coletiva nos campos organizacionais. *RAE-Revista de Administração de Empresas* |, 45(2), 74–89.
- Duchin, R., & Sosyura, D. (2012). The politics of government investment. *Journal of Financial Economics*, 106(1), 24–48. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.04.009>
- Faccio, M. (2006). Politically Connected Firms. *The American Economic Review*, 96(1), 369–386.
- Fernández-Méndez, García-Canal, E., & Guillén, M. F. (2018). Domestic political connections and international expansion: It's not only 'who you know' that matters. *Journal of World Business*. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2018.03.006>
- Ge, L., Stanley, L. J., Eddleston, K., & Kellermanns, F. W. (2017). Institutional deterioration and entrepreneurial investment: The role of political connections. *Journal of Business Venturing*, 32(4), 405–419. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2017.04.002>
- Ge, Stanley, L. J., Eddleston, K., Kellermanns, F. W., Ge, J., Stanley, L. J., ... Kellermanns, F. W. (2017). Institutional deterioration and entrepreneurial investment: The role of political connections. *Journal of Business Venturing*, 32(4), 405–419. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2017.04.002>
- Golubkov, D. (2016). *Corporate Political Connections in Russia and their implications for Firm-Level Operational, Financial, and Investment Activities*. ESSEC Business School.
- Habib, A., Ranasinghe, D., Muhammadi, A. H., & Islam, A. (2018). Political connections, financial reporting and auditing: Survey of the empirical literature. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 31(May), 37–51. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2018.05.002>
- Hou, Q., Hu, M., & Yuan, Y. (2017). Corporate innovation and political connections in Chinese listed firms. *Pacific Basin Finance Journal*, 46, 158–176. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2017.09.004>
- Hung, C.-H. D., Jiang, Y., Liu, F. H., Tu, H., & Wang, S. (2017). Bank political connections and performance in China. *Journal of Financial Stability*, 32, 57–69. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2017.09.003>
- Jackowicz, K., Kozłowski, L., & Mielcarz, P. (2016). Financial constraints in Poland. The role of size and political connections. *Argumenta Oeconomica*, 36(1), 225–239. <https://doi.org/10.15611/aoe.2016.1.09>
- Jia, J., & Ma, G. (2017). Do R&D tax incentives work? Firm-level evidence from China.

- China Economic Review*, 46(November 2016), 50–66. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2017.08.012>
- Lazzarini, Musacchio, A., Bandeira-de-Mello, R., & Marcon, R. (2011). *What Do Development Banks Do ? Evidence from Brazil, 2002-2009*.
- Lazzarini, Musacchio, A., Bandeira-de-Mello, R., & Marcon, R. (2014). What do state-owned development banks do? Evidence from BNDES, 2002-09. *World Development*, 66, 237–253. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2014.08.016>
- Lee, S. H., Ozer, M., & Baik, Y. S. (2018). The impact of political connections on government bailout: the 2008 credit crunch in the United States. *Economics of Governance*, 19(4), 1–17. <https://doi.org/10.1007/s10101-018-0205-4>
- Li, J., Meyer, K. E., Zhang, H., & Ding, Y. (2017). Diplomatic and corporate networks: Bridges to foreign locations. *Journal of International Business Studies*, 49(6), 1–25. <https://doi.org/10.1057/s41267-017-0098-4>
- Liang, H., Ren, B., & Sun, S. L. S. L. (2015). An anatomy of state control in the globalization of state-owned enterprises. *Journal of International Business Studies*, 46(2), 223–240. <https://doi.org/10.1057/jibs.2014.35>
- Lin, W. L. (2019). Is Corporate Political Activity an Investment or Agency? An Application of System GMM Approach. *Administrative Sciences*, 9(1), 5. <https://doi.org/10.3390/admsci9010005>
- Ling, L., Zhou, X., Liang, Q., Song, P., & Zeng, H. (2016). Political connections, overinvestments and firm performance: Evidence from Chinese listed real estate firms. *Finance Research Letters*, 18, 328–333. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.05.009>
- Liu, Q., Pan, X., & Tian, G. G. (2018). To what extent did the economic stimulus package influence bank lending and corporate investment decisions? Evidence from China. *JOURNAL OF BANKING & FINANCE*, 86, 177–193. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.04.022>
- Lu, J., Liu, X., Filatotchev, I., & Wright, M. (2014). The impact of domestic diversification and top management teams on the international diversification of Chinese firms. *International Business Review*, 23(2), 455–467. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2013.07.002>
- Luo, D., & Ying, Q. (2014). Political Connections and Bank Lines of Credit. *Emerging Markets Finance and Trade*, 50(s3), 5–21. <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X5003S301>
- Nicolás, J., & Tovał, A. (2009). On the generation of requirements specifications from software engineering models: A systematic literature review. *Information and Software Technology*, 51(9), 1291–1307. <https://doi.org/10.1016/j.infsof.2009.04.001>
- Ozbilgin, M. F., Beauregard, T. A., Tatli, A., & Bell, M. P. (2011). Work-Life, Diversity and Intersectionality: A Critical Review and Research Agenda. *International Journal of Management Reviews*, 13(2), 177–198. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2010.00291.x>

- Pagani, R. N., Kovaleski, J. L., & Resende, L. M. (2015). Methodi Ordinatio: a proposed methodology to select and rank relevant scientific papers encompassing the impact factor, number of citation, and year of publication. *Scientometrics*, 105(3), 2109–2135. <https://doi.org/10.1007/s11192-015-1744-x>
- Pan, & Tian, G. G. (2017). Political connections and corporate investments: Evidence from the recent anti-corruption campaign in China. *Journal of Banking and Finance*, 1–15. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.03.005>
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (2003). *The External Control of Organizations: a resource dependence perspective*. (S. B. Books, Ed.). California.
- Shen, C. H., Bui, D. G., & Lin, C. Y. (2017). Do political factors affect stock returns during presidential elections? *Journal of International Money and Finance*, 77, 180–198. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2017.07.019>
- Song, M., Ai, H., & Li, X. (2015). Political connections, financing constraints, and the optimization of innovation efficiency among China's private enterprises. *Technological Forecasting and Social Change*, 92, 290–299. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2014.10.003>
- Tahoun, A. (2014). The role of stock ownership by US members of Congress on the market for political favors. *Journal of Financial Economics*, 111(1), 86–110. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.10.008>
- Tihanyi, L., Aguilera, R. V., Heugens, P., van Essen, M., Sauerwald, S., Duran, P., & Turturea, R. (2019). State Ownership and Political Connections. *Journal of Management*, XX(X), 1–29. <https://doi.org/10.1177/0149206318822113>
- Wang, D., Ma, G., Song, X., & Liu, Y. (2016). Political connection and business transformation in family firms: Evidence from China. *Journal of Family Business Strategy*, 7(2), 117–130. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2016.05.001>
- Wang, Li, J., & Furman, J. L. (2017). Firm performance and state innovation funding: Evidence from China's innofund program. *Research Policy*, 46(6), 1142–1161. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2017.05.001>
- Wang, Sutherland, D., Ning, L., Wang, Y., & Pan, X. (2018). Exploring the influence of political connections and managerial overconfidence on R&D intensity in China's large-scale private sector firms. *Technovation*, 69(September 2017), 40–53. <https://doi.org/10.1016/j.technovation.2017.10.007>
- Wang, Wei, Y., & Song, F. M. F. M. (2017). Uncertainty and corporate R&D investment: Evidence from Chinese listed firms. *International Review of Economics and Finance*, 47(October 2016), 176–200. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2016.10.004>
- Wang, & Xu, H. (2011). Government intervention in investment by Chinese listed companies that have diversified into tourism. *Tourism Management*, 32(6), 1371–1380. <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2011.01.012>
- Wang, Yao, C., & Kang, D. (2018). Political connections and firm performance: Evidence from government officials' site visits. *Pacific Basin Finance Journal*, (May).

<https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.05.003>

- Wang, Zhang, H. M., Tsai, S. B., Wu, L. D., Xue, K. K., Fan, H. J., ... Chen, Q. (2018). Does a Board Chairman's Political Connection Affect Green Investment?-From a Sustainable Perspective. *Sustainability*, 10(3), 1–14. <https://doi.org/10.3390/su10030582>
- Wellman, L. A. (2017). Mitigating political uncertainty. *Review of Accounting Studies*, 22(1), 217–250. <https://doi.org/10.1007/s11142-016-9380-0>
- Wong, & Hooy, C.-W. (2018). Do types of political connection affect firm performance differently? *Pacific-Basin Finance Journal*, (51), 21. <https://doi.org/10.1016/j.pbf.2018.10.003>
- Wu, B., Liang, H., & Shen, Y. (2018). Political Connection, Ownership, and Post-Crisis Industrial Upgrading Investment: Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(12), 2651–2668. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1491400>
- Wu, Bao, Liang, H., & Shen, Y. (2018). Political Connection, Ownership, and Post-Crisis Industrial Upgrading Investment: Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(12), 2651–2668. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1491400>
- Wu, Li, S., Ying, S. X., & Chen, X. (2019). Politically connected CEOs, firm performance, and CEO pay. *Journal of Business Research*, 91, 169–180.
- Wu, W., Wu, C., Zhou, C., & Wu, J. (2012). Political connections, tax benefits and firm performance: Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(3), 277–300. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2011.10.005>
- Xu, N., Xu, X., & Yuan, Q. (2013). Political connections, financing friction, and corporate investment: Evidence from Chinese listed family firms. *European Financial Management*, 19(4), 675–702. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2011.00591.x>
- Xu, Y. (2018). Anticorruption regulation and firm value: Evidence from a shock of mandated resignation of directors in China. *Journal of Banking and Finance*, 92, 67–80. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.05.008>
- Xu, & Yano, G. (2016). How does anti-corruption affect corporate innovation? Evidence from recent anti-corruption efforts in China. *Journal of Comparative Economics*, 45(3), 498–519. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2016.10.001>
- Ying, Z., & Yuande, Z. (2013). Bank lending incentives and firm investment decisions in China. *Journal of Multinational Financial Management*, 23(3), 146–165. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2013.03.004>
- Zhang. (2017). Political connections and corporate environmental responsibility: Adopting or escaping? *Energy Economics*, 68, 539–547. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2017.10.036>
- Zhang, J., Marquis, C., & Qiao, K. (2016). Do political connections buffer firms from or bind firms to the government? A study of corporate charitable donations of Chinese firms. *Organization Science*, 27(5), 1307–1324. <https://doi.org/10.1287/orsc.2016.1084>
- Zhang, & Li, J. (2017). Weak Law v. strong ties: An empirical study of business investment,

law and political connections in China. *Review of Law and Economics*, 13(1), 1–47.
<https://doi.org/10.1515/rle-2014-0008>

Zhao, X., Wan, D., & Xu, H. (2013). Political connections and the efficiency of capital allocation through bond financing in Chinese listed companies. *Emerging Markets Finance and Trade*, 49(SUPPL2), 158–170. <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X4902S209>

Zhao, Xiaoqin, Wan, D., & Xu, H. (2013). Political Connections and the Efficiency of Capital Allocation Through Bond Financing in Chinese Listed Companies. *Emerging Markets Finance and Trade*, 49(sup2), 158–170. <https://doi.org/10.2753/ree1540-496x4902s209>

Zhou, W. (2013). Political connections and entrepreneurial investment: Evidence from China's transition economy. *Journal of Business Venturing*, 28(2), 299–315.
<https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2012.05.004>

APÊNDICE 2.1 – ARTIGOS SELECIONADOS NA REVISÃO SISTEMÁTICA

N.	Autores	Título	Journal	FI	FI 5 anos
1	(Wang et al., 2011)	<i>Government intervention in investment by Chinese listed companies that have diversified into tourism</i>	<i>Tourism Management</i>	5,92	7,08
2	(Chow, Fung, Lam, & Sami, 2012)	<i>Investment opportunity set, political connection and business policies of private enterprises in China</i>	<i>Review of Quantitative Finance and Accounting</i>	0,00	0,00
3	(Blau, Brough, & Thomas, 2013)	<i>Corporate lobbying, political connections, and the bailout of banks</i>	<i>Journal of Banking & Finance</i>	1,93	2,85
4	(Zhou, 2013)	<i>Political connections and entrepreneurial investment: Evidence from China's transition economy</i>	<i>Journal of Business Venturing</i>	6,00	9,07
5	(Boubakri, Mansi, & Saffar, 2013)	<i>Political institutions, connectedness, and corporate risk-taking</i>	<i>Journal of International Business Studies</i>	6,20	8,45
6	(Borghesi, Houston, & Naranjo, 2014)	<i>Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interests</i>	<i>Journal of Corporate Finance</i>	2,22	2,57
7	(Markussen & Tarp, 2014)	<i>Political connections and land-related investment in rural Vietnam</i>	<i>Journal of Development Economics</i>	2,21	3,43
8	(Wang & Mao, 2015)	<i>Shareholder activism of public pension funds: The political facet</i>	<i>Journal of Banking & Finance</i>	1,93	2,85
9	(Borisova, Fotak, Holland, & Megginson, 2015)	<i>Government ownership and the cost of debt: Evidence from government investments in publicly traded firms</i>	<i>Journal of Financial Economics</i>	5,16	7,51
10	(Khan, Mihret, & Muttakin, 2016)	<i>Corporate political connections, agency costs and audit quality</i>	<i>International Journal of Accounting & Information Management</i>	0,00	0,00
11	(Stagliano & Andrieu, 2017)	<i>Impact of the growth opportunities of influential firms on future investment intentions: A cross-country study</i>	<i>Finance Research Letters</i>	1,09	1,09
12	(Ge, Stanley, Eddleston, & Kellermanns, 2017)	<i>Institutional deterioration and entrepreneurial investment: The role of political connections</i>	<i>Journal of Business Venturing</i>	6,00	9,07
13	(Wellman, 2017)	<i>Mitigating political uncertainty</i>	<i>Review of Accounting Studies</i>	1,59	2,46
14	(Zhang, 2017)	<i>Political connections and corporate environmental responsibility: Adopting or escaping?</i>	<i>Energy Economics</i>	3,91	4,96
15	(Kang & Wang, 2018)	<i>Does a Board Chairman's Political Connection Affect Green Investment? From a Sustainable Perspective</i>	<i>Sustainability</i>	2,08	2,18
16	(Lee, Ozer, & Baik, 2018)	<i>The impact of political connections on government bailout: the 2008 credit crunch in the United States</i>	<i>Economics of Governance</i>	0,94	0,95
17	(Malesky & Taussig, 2009)	<i>Where Is Credit Due? Legal Institutions, Connections, and the Efficiency of Bank Lending in Vietnam</i>	<i>The Journal of Law, Economics, and Organization</i>	0,95	2,12
18	(Chen, Sun, Tang, & Wu, 2011)	<i>Government intervention and investment efficiency: Evidence from China</i>	<i>Journal of Corporate Finance</i>	2,22	2,57
19	(Duchin &	<i>The politics of government investment</i>	<i>Journal of Financial</i>	5,16	7,51

	Sosyura, 2012)		<i>Economics</i>		
20	(Ying & Yuande, 2013)	<i>Bank lending incentives and firm investment decisions in China</i>	<i>Journal of Multinational Financial Management</i>	0,00	0,00
21	(Zhao, Wan, & Xu, 2013)	<i>Political Connections and the Efficiency of Capital Allocation Through Bond Financing in Chinese Listed Companies</i>	<i>Emerging Markets Finance and Trade</i>	0,83	0,75
22	(Saeed, Belghitar, & Clark, 2017)	<i>Political connections and firm operational efficiencies: evidence from a developing country</i>	<i>Review of Managerial Science</i>	1,48	1,72
23	(Pan & Tian, 2015)	<i>Political connections and corporate investments: Evidence from the recent anti-corruption campaign in China</i>	<i>Journal of Banking & Finance</i>	1,93	2,85
24	(Zhao, Chen, & Hao, 2018)	<i>Monetary policy, government control and capital investment: Evidence from China</i>	<i>China Journal of Accounting Research</i>	0,00	0,00
25	(Chan, Dang, & Yan, 2012)	<i>Chinese firms' political connection, ownership, and financing constraints</i>	<i>Economics Letters</i>	0,58	0,90
26	(Xu, Xu, & Yuan, 2013)	<i>Political Connections, Financing Friction, and Corporate Investment: Evidence from Chinese Listed Family Firms</i>	<i>European Financial Management</i>	1,18	1,72
27	(Cull, Li, Sun, & Xu, 2015)	<i>Government connections and financial constraints: Evidence from a large representative sample of Chinese firm</i>	<i>Journal of Corporate Finance</i>	2,22	2,57
28	(Lazzarini, Musacchio, Bandeira-de-Mello, & Marcon, 2014)	<i>What Do State-Owned Development Banks Do? Evidence from BNDES, 2002–09</i>	<i>World Development</i>	3,17	3,94
29	(Jackowicz, Kozłowski, & Mielcarz, 2016)	<i>Financial constraints in Poland the role of size and political connections</i>	<i>Argumenta Oeconomica</i>	0,18	0,22
30	(Liu, Pan, & Tian, 2018)	<i>To what extent did the economic stimulus package influence bank lending and corporate investment decisions? Evidence from China</i>	<i>Journal of Banking & Finance</i>	1,93	2,85
31	(Lu, Liu, Filatotchev, & Wright, 2014)	<i>The impact of domestic diversification and top management teams on the international diversification of Chinese firms</i>	<i>International Business Review</i>	2,75	3,54
32	(Liang, Ren, & Sun, 2015)	<i>An anatomy of state control in the globalization of state-owned enterprises</i>	<i>Journal of International Business Studies</i>	6,20	8,45
33	(Sojli & Tham, 2011)	<i>The impact of foreign government investments: sovereign wealth fund investments in the United States</i>	<i>Institutional Investors in Global Capital Markets</i>	0,00	0,00
34	(Wang, Ma, Song, & Liu, 2016)	<i>Political connection and business transformation in family firms: Evidence from China</i>	<i>Journal of Family Business Strategy</i>	2,61	3,36
35	(Li, Meyer, Zhang, & Ding, 2017)	<i>Diplomatic and corporate networks: Bridges to foreign locations</i>	<i>Journal of International Business Studies</i>	6,20	8,45
36	(Chen, Li, & Fan, 2017)	<i>How do emerging multinationals configure political connections across institutional contexts</i>	<i>Global Strategy Journal</i>	2,12	5,62
37	(Bodnaruk, Massa, & Yadav,	<i>Family ownership, country governance, and foreign portfolio investment</i>	<i>Journal of Empirical Finance journal</i>	0,95	1306,00

	2017)				
38	(Putantri, Nainggolan, & Peranginangin, 2018)	<i>Are foreign investors attracted to politically connected firms</i>	<i>International Journal of Business and Society</i>	0,00	0,00
39	(Lei & Nugent, 2018)	<i>Coordinating China's economic growth strategy via its government-controlled association for private firm</i>	<i>Journal of Comparative Economics</i>	1,24	1,99
40	(Fernández-Méndez, García-Canal, & Guillén, 2018)	<i>Domestic political connections and international expansion: It's not only 'who you know' that matters</i>	<i>Journal of World Business</i>	3,99	5,02
41	(Albino-Pimentel, Dussauge, & Shaver, 2018)	<i>Firm non-market capabilities and the effect of supranational institutional safeguards on the location choice of international investments</i>	<i>Strategic Management Journal</i>	5,48	7,48
42	(Deng, Yan, & Essen, 2018)	<i>Heterogeneity of political connections and outward foreign direct investment</i>	<i>International Business Review</i>	2,75	3,54
43	(Song, Ai, & Li, 2015)	<i>Political connections, financing constraints, and the optimization of innovation efficiency among China's private enterprises</i>	<i>Technological Forecasting & Social Change</i>	3,13	3,68
44	(Dang & Yang, 2016)	<i>Anti-corruption, marketisation and firm behaviours: evidence from firm innovation in China</i>	<i>Economic and Political Studies</i>	0,00	0,00
45	(Yu, Guo, Le-Nguyen, Barnes, & Zhang, 2016)	<i>The impact of government subsidies and enterprises' R&D investment: A panel data study from renewable energy in China</i>	<i>Energy Policy</i>	4,04	5,04
46	(Cumming, Rui, & Wu, 2016)	<i>Political instability, access to private debt, and innovation investment in China</i>	<i>Emerging Markets Review journal</i>	0,00	0,00
47	(Hou, Hu, & Yuan, 2017)	<i>Corporate innovation and political connections in Chinese listed firm</i>	<i>Pacific-Basin Finance Journal</i>	1,60	2,02
48	(Jia & Ma, 2017)	<i>Do R&D tax incentives work? Firm-level evidence from China</i>	<i>China Economic Review</i>	1,80	2,40
49	(Wang, Li, & Furman, 2017)	<i>Firm performance and state innovation funding: Evidence from China's Innofund program</i>	<i>Research Policy</i>	4,66	7,07
50	(Xu & Yano, 2016)	<i>How does anti-corruption affect corporate innovation? Evidence from recent anti-corruption efforts in China</i>	<i>Journal of Comparative Economics</i>	1,24	1,99
51	(Wang, Wei, & Song, 2017)	<i>Uncertainty and corporate R&D investment: Evidence from Chinese listed firm</i>	<i>International Review of Economics and Finance</i>	1,32	1,47
52	(Zhang & Li, 2017)	<i>Weak law v strong ties: An empirical study of business investment, law and political connections in China</i>	<i>Review of Law and Economics</i>	0,81	0,93
53	(Wang, Sutherland, Ning, Wang, & Pan, 2018)	<i>Exploring the influence of political connections and managerial overconfidence on R&D intensity in China's large-scale private sector firm</i>	<i>Technovation</i>	4,80	5,41
54	(Wu, Liang, & Shen, 2018)	<i>Political Connection, Ownership, and Post-Crisis Industrial Upgrading Investment: Evidence from China</i>	<i>Emerging Markets Finance and Trade</i>	0,83	0,75
55	(Wu, Wu, Zhou, & Wu, 2012)	<i>Political connections, tax benefits and firm performance: Evidence from China</i>	<i>Journal of Accounting and Public Policy</i>	1,80	2,68
56	(Wang, 2015)	<i>Protection or expropriation: Politically connected independent directors in</i>	<i>Journal of Banking & Finance</i>	1,93	2,85

		<i>China</i>			
57	(Lin, Ho, Shen, & Wang, 2016)	<i>Political connection, government policy, and investor trading: Evidence from an emerging market</i>	<i>International Review of Economics and Finance</i>	1,32	1,47
58	(Ling, Zhou, Liang, Song, & Zeng, 2016)	<i>Political connections, overinvestments and firm performance: Evidence from Chinese listed real estate firms</i>	<i>Finance Research Letters</i>	1,09	1,09
59	(Cheng, Chan, & Leung, 2018)	<i>Impact of perk expenditures and marketing expenditures on corporate performance in China: The moderating role of political connections</i>	<i>Journal of Business Research</i>	2,51	3,69
60	(Wang, Yao, & Kang, 2018)	<i>Political connections and firm performance: Evidence from government officials' site visits</i>	<i>Pacific-Basin Finance Journal</i>	1,60	2,02

Nota. FI: Fator de Impacto conforme JCR(2017); FI 5 anos: Fator de Impacto equivalente aos 5 anos anteriores a 2017 conforme o JCR(2017).

3. EFEITOS DAS CONEXÕES POLÍTICAS NOS INVESTIMENTOS EMPRESARIAIS: ANÁLISE ENTRE EMPRESAS LISTADAS NO BRASIL E NO CANADÁ

3.1 INTRODUÇÃO

A interação entre empresas e o governo, reconhecida como conexão política, está no centro do debate das pesquisas sobre estratégias empresariais. Estudos demonstram que as conexões políticas aumentam o desempenho (Boubakri, Cosset, & Saffar, 2012; Wong & Hooy, 2018; Wu, Li, Ying, & Chen, 2019) e que as empresas estabelecem ativamente essas interações através da nomeação de políticos como membros do Conselho de Administração e Diretorias (Faccio, 2006; López-Iturriaga & Martín, 2019); do financiamento de campanhas eleitorais (Brown, Drake, & Wellman, 2015; Claessens, Feijen, & Laeven, 2008); e do investimento nas atividades de *lobby* (Gray, Harymawan, & Nowland, 2016; Lee, Ozer, & Baik, 2018). Embora o vínculo entre conexões políticas e desempenho esteja razoavelmente bem estabelecido, ainda são recentes os estudos que analisam os mecanismos pelos quais essas conexões criam valor e afetam os resultados contábeis. Este artigo investiga um desses mecanismos: os efeitos das conexões políticas nos investimentos empresariais.

A literatura tem documentado que as conexões políticas apresentam duplo efeito nos investimentos. Por um lado, essas redes permitem que as empresas alcancem financiamentos de longo prazo em instituições governamentais (Lazzarini, Musacchio, Bandeira-de-Mello, & Marcon, 2015; Luo & Ying, 2014); aumentem as chances de serem socorridas em pacotes econômicos (Duchin & Sosyura, 2012; L. Li, 2013); e contempladas em maior quantidade e valores de contratos com o governo (Dicko, 2016; Tahoun, 2014). As fontes alternativas de recursos permitem que as empresas conectadas apresentem menores restrições financeiras e maior capital disponível (Cull, Li, Sun, & Xu, 2015; Huang, Fang, Xu, & Qian, 2019; Khan, Mihret, & Muttakin, 2016; Luo & Ying, 2014; Pan & Tian, 2017). Neste cenário, as empresas gozam de maior capacidade de investimentos o que, no longo prazo, pode induzir ao maior retorno ao capital investido.

Por outro lado, nem sempre as empresas alcançam esse crescimento orgânico que permite incremento dos investimentos e retorno. Por vezes, as empresas podem ser utilizadas como extensão das ações governamentais por meio das conexões políticas, isto é, as empresas podem moldar seus investimentos para adequarem-se às demandas do governo, ou ao realizar investimentos para retribuir favores aos políticos a quem estão conectadas (Bertrand, Kramarz, Schoar, & Thesmar, 2018; Jia & Ma, 2017; Lehne, Shapiro, & Vanden Eynde,

2018). Nesse cenário alternativo, as empresas optam por investir em projetos não lucrativos, mas que são politicamente favoráveis.

Para incrementar ainda mais esta discussão, estudos que analisam o comportamento das conexões em diferentes ambientes institucionais sugerem que os efeitos anunciados são recorrentes em países percebidos como mais corruptos, que impõem restrições aos investimentos estrangeiros, apresentam mercado de capitais incipiente e fraca proteção aos direitos de propriedade (Berkman, Cole, & Fu, 2010; Faccio, 2006; Saeed, Belghitar, & Clark, 2017; Shleifer & Vishny, 1994). Nesses ambientes, as conexões políticas substituem as instituições legais e caracteriza-se como alianças estratégicas que reduzem a incerteza ambiental (Hillman, 2005; Hillman, Withers, & Collins, 2009; Pfeffer & Salancik, 2003).

No entanto, os efeitos anunciados ainda não consideram as modificações na formação e na estabilidade das conexões políticas. Na literatura, com destaque para os estudos que abordam a Teoria da Dependência de Recursos, pouco se discute sobre como as alterações nessas redes afetam os ganhos e, principalmente, os investimentos empresariais. Nesse aspecto, as conexões políticas estabelecidas pelo *background* político no Brasil e no Canadá tornam-se ambientes propícios para investigação. No Brasil, observa-se a redução no uso do *background* político pelas empresas, mesmo sendo um ambiente institucional propício para o desenvolvimento dessa prática. No Canadá, por sua vez, Dicko (2017) documentou que as conexões políticas correspondiam a mais de 50% das empresas listadas no Índice S&P/TSX, representando um crescimento substancial frente ao anunciado por Faccio (2006) ao constatar que 2% das empresas canadenses conectavam-se politicamente.

O comportamento antagônico, no uso das redes políticas nos países, vai ao embate ao proposto por estudos anteriores que analisaram múltiplos ambientes institucionais. As modificações na formação dessas redes proporcionam questionamentos sobre a magnitude dos benefícios gerados às organizações em ambientes institucionais distintos. Além disso, permite investigar como os momentos políticos e estruturais dos países influenciam as conexões políticas e os benefícios gerados às empresas (Bonardi, Hillman, & Keim, 2005). Para Bonardi et al. (2005), as empresas recorrem às redes políticas em momentos apropriados para reduzir a incerteza e gerar, conseqüentemente, ganhos substanciais que as diferenciem de seus pares. Assim, as empresas passariam a avaliar o momento ideal para estabelecer laços políticos com o governo (Lana, 2017).

Nesse contexto, a presente pesquisa questiona: quais são os efeitos das conexões políticas, estabelecidas pelo *background* político dos membros do conselho de administração e diretorias, nos investimentos das empresas listadas no Brasil e no Canadá? Para tanto,

analisam-se as empresas listadas na Brasil Bolsa Balcão (B³) e na Toronto Stock Exchange (TSX) e associadas ao Índice S&P, no horizonte de 2010 a 2017. A pesquisa sugere que o *background* político dos membros do conselho de administração e das diretorias conduzem a efeitos positivos, e significativos, nos investimentos das empresas de capital aberto, e adota a orientação da Teoria da Dependência de Recursos.

Os resultados sugerem que as conexões políticas influenciam os investimentos das empresas listadas no Brasil e no Canadá de forma diferente quanto a magnitude e intensidade do efeito. Os achados são consistentes e robustos visto que se utiliza da análise de dados em painel com efeitos fixos e controla-se os problemas causados pela endogeneidade ao aplicar o *Generalized Method of Moments* (GMM). Ao contexto brasileiro, encontra-se efeito positivo e significativo das conexões políticas nos investimentos quando essas redes são mensuradas pela variável *dummy*. Ao identificar a consistência desse comportamento pela quantidade de membros conectados e controlando os problemas de endogeneidade, o efeito captado é negativo. O resultado apresenta indícios que a quantidade e a diversidade de gestores conectados podem impactar negativamente os investimentos empresariais. Desta forma, a pesquisa apresenta indícios de que a qualidade da conexão política é mais relevante do que a quantidade de gestores conectados.

Ao contexto canadense não foi reportada relação positiva e estatisticamente significativa nos modelos considerando a variável *dummy* e a quantidade de membros conectados. Os resultados são consistentes no modelo de dados em painel de efeitos fixos e dinâmico. Contata-se que, apesar do crescimento no uso das redes políticas pelas empresas listadas nesse país, ganhos competitivos não são evidenciados nos investimentos.

Este estudo realiza contribuições distintas à literatura. Primeiro, a pesquisa avança ao analisar, especificadamente, dois países antagônicos quanto ao desenvolvimento institucional. Para Boubakri et al. (2012), realizar estudos internacionais que apliquem definições semelhantes para conexões políticas pode esclarecer os efeitos desses laços nas decisões empresariais, especialmente em países com diferentes regras e instituições legislativas. A segunda contribuição permeia o estabelecimento da variável de conexão política. Diferentemente das pesquisas anteriores, que identificam os laços políticos estabelecidos pelos principais executivos das empresas (CEO ou *Chairman*), neste estudo, analisam-se todos os membros dos Conselhos de Administração e Diretorias das empresas listadas no Brasil e no Canadá. Ao utilizar grupos organizacionais diferentes, aliando abordagens alternativas para mensurar as redes políticas, estabelece-se uma medida mais abrangente das conexões que permite identificar o impacto dessas relações no ambiente de gestão das

empresas (Albino-Pimentel, Dussauge, & Shaver, 2018). Terceiro, o estudo descortina que a escolha dos gestores conectados politicamente pode ser mais relevante do que estabelecer o maior número de conexões em ambientes institucionais menos desenvolvidos.

Além desta introdução, o restante do trabalho está estruturado da seguinte forma: a segunda seção apresenta-se o contexto institucional que moldam as conexões políticas nos países analisados. Na terceira seção discute-se o referencial teórico e as hipóteses da pesquisa. A quarta seção é dedicada aos procedimentos metodológicos. Na quinta seção discute-se os resultados, e na sexta realiza-se as conclusões.

3.2 CONTEXTO INSTITUCIONAL

3.2.1 O contexto canadense

Do ponto de vista econômico, o Canadá é um dos sete países mais desenvolvidos (G7) e é considerado um dos mais transparentes e menos corruptos do mundo. Em 2018, o país ocupou a nona posição no Índice de Percepção da Corrupção divulgado pela Transparência Internacional. No entanto, o Canadá apresenta algumas particularidades que podem surpreender.

Do ponto de vista do mercado, o Canadá tem um contexto institucional particular em termos de governança corporativa e conexões políticas. Pela perspectiva da governança corporativa, o país é considerado um ambiente institucional único onde tanto a lei civil francesa (*code law*) quanto a lei comum britânica (*common law*) coexistem (Filip, Labelle, & Rousseau, 2015). Os mercados financeiros e a governança corporativa regulam-se em nível federal e ao provincial. De fato, o Canadá é o único país do G20 que não tem um regulador nacional de valores mobiliários (Filip et al., 2015, p.281), o que reforça as especificidades desse país no que se refere à atuação do mercado financeiro.

Do ponto de vista político, o contexto canadense também possui algumas particularidades. Em relação às conexões políticas, a legislação federal, por meio da Lei do Parlamento do Canadá (1985), não inibe que haja mudança entre indivíduos que ocuparam cargos políticos para a atuação empresarial, ou na situação contrária. Entretanto, a legislação destaca que um indivíduo não pode ter funções políticas e empresariais, simultaneamente. Em nível das províncias a legislação pode sofrer alterações, sendo Quebec a única localidade que apresenta diferenças significativas em relação à legislação federal.

Na província do Quebec, uma pessoa pode passar do ambiente empresarial para a política sem restrições, mas a situação difere na direção oposta, isto é, ao deixar cargos políticos para assumir cargos de gestão nas empresas. Conforme disciplina o Código de Ética

e Conduta dos Membros da Assembleia Nacional do Quebec – C23.1 (2010), nenhum Ministro de Gabinete pode, por exemplo, ocupar o cargo de diretor ou executivo de uma empresa, parceria ou associação (C-23.1, art. 43). O Código de Ética acentua que os Ministros devem se dedicar, exclusivamente, aos deveres do cargo assumido.

Além disso, os Ministros não podem, nos dois anos após deixarem o cargo político, aceitar quaisquer nomeações para a composição dos Conselhos de Administração ou cargos referentes aos órgãos, agências, empresas ou outra entidade que não seja uma entidade estatal (C-23.1, art. 60). Em relação à participação na estrutura de propriedade das empresas, a Lei do Parlamento do Canadá evidencia que, em nível federal ou provincial, um Membro do Parlamento Nacional ou Provincial, bem como os Membros da Assembleia Nacional ou Legislativa, podem ser acionistas de quaisquer companhias.

A proximidade entre pessoas que ocupam cargos políticos e empresas não tem sido apenas interesse de pesquisa dos acadêmicos no Canadá. Os benefícios decorrentes dessas relações também se tornaram objeto de investigação pelo governo canadense, tanto em nível federal quanto provincial, como resultado de ações escusas envolvendo contratos públicos (Chaster, 2018). Após numerosas denúncias realizadas pelos meios de comunicação, o governo da província do Quebec estabeleceu a Comissão *Charbonneau* que investigou os contratos de licitações firmados entre 2011 e 2015. A Comissão evidenciou que empresas desenvolveram fortes laços com políticos da província como uma maneira de serem beneficiadas nos processos de licitações de obras públicas do governo do Quebec (Relatório da Comissão *Charbonneau*, 2015). As doações aos partidos políticos, realizadas pelas empresas foram apontadas, pela Comissão, como indícios da distribuição dos contratos pelo governo (Chaster, 2018; Jain, 2017).

Em nível federal, a Comissão *Gomery* investigou o pagamento indevido do governo do Quebec às empresas de publicidade, durante o plebiscito para federalização da província. Esses recursos foram provenientes do governo federal. A Comissão foi chamada pelo então Primeiro-Ministro Paul Martin, em fevereiro de 2004, após o relatório do Auditor Geral do Canadá encontrar irregularidades na distribuição dos recursos. Constatou-se que pagaram-se mais de 100 milhões às empresas de publicidade que não prestaram serviços ao governo federal ou provincial (Chaster, 2018).

Embora o Canadá seja um dos países mais desenvolvidos e transparentes, tem, também, em sua política, escândalos e atos corruptos envolvendo agentes políticos e empresas conectadas ao governo.

3.2.2 O contexto brasileiro

Do ponto de vista econômico, o Brasil oscila entre fases de progresso econômico-social e momentos de recessão. Entre 2003 e 2014 a desigualdade social, mensurada pelo Índice de Gini, reduziu de 58,1 para 51,5, e a renda da populacional mais pobre aumentou, em média, 7,1% em comparação ao aumento proporcionado à população em geral. No entanto, a partir de 2015, a associação entre a queda no preço das *commodities* e a baixa capacidade do Estado em realizar as reformas fiscais, aliado a denúncias de corrupção envolvendo empresas e o governo, proporcionaram a redução de 0,2% no PIB, entre 2015 e 2016. A recessão vivenciada pelo país afetou tanto a confiança dos consumidores quanto dos investidores e foi noticiada como um grande desafio ao país (Banco Mundial, 2019).

Do ponto de vista do mercado, o Brasil está associado ao sistema jurídico *code law*, baseado no direito romano, onde a prescrição em lei tende a orientar o funcionamento do mercado. Além disso, apresenta um ambiente institucional frágil, devido à intensa atuação de órgãos reguladores, a alta concentração de propriedade, o risco de expropriação dos acionistas minoritários e um mercado de capitais pouco desenvolvido (Almeida & Dalmácio, 2015; Lopes & Walker, 2008). Segundo Lopes (2016), as empresas brasileiras ainda são dependentes do governo, devido à escassez de fontes de financiamento de longo prazo, tendo o BNDES como principal fonte de recursos às organizações e às diferentes esferas do governo. Esse cenário não parece ter sido alterado.

Diferentemente do contexto canadense, no Brasil, o mercado financeiro e a governança corporativa são regulados em nível federal pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pela Lei das Sociedades por Ações (Lei n.6.404, 1976). Enquanto a CVM é responsável por normatizar, supervisionar, estabelecer sanções e orientar o mercado financeiro, a Lei n. 6.404/76 regulamenta as sociedades por ações. Em relação às conexões políticas, esses instrumentos regulamentadores não apresentam impedimentos para a participação de políticos na composição dos Conselhos de Administração ou Diretorias das empresas. No entanto, a legislação federal determina que servidores públicos são impedidos de participar da gerência ou administração de sociedades privadas, exceto na qualidade de acionista ou cotista (Lei n. 8.112, 1990, art.117), não se estendendo aos agentes políticos. A ausência de impedimentos legais permite que as empresas explorem as diferentes formas de estabelecer redes políticas com agentes do governo e alcancem vantagens que as diferenciem de seus pares não conectados.

Assim como no contexto canadense, a proximidade entre empresas e agentes políticos também se tornaram objeto de investigação pelo governo brasileiro, com destaque para as

Operações Lava Jato e Zelotes. A Operação Lava Jato, iniciada em 2014, colocou em evidência o superfaturamento nos contratos de licitações estabelecidas entre o governo federal e empresas privadas. Nessa operação, ressaltam-se os recursos desviados da Petrobrás, empresa estatal brasileira, por meio da formação de carteis pelas construtoras que concorriam aos processos de licitação de obras públicas. Durante as investigações o Ministério Público Federal identificou que as empresas pagavam propinas aos executivos da estatal e a agentes públicos para permitirem que as entidades participantes do cartel se beneficiassem nos contratos junto à Petrobras. Estima-se que os valores desviados dos cofres públicos variavam entre 1% e 5% do montante dos contratos, denunciando-se o pagamento indevido de, aproximadamente, R\$6,4 bilhões em forma de propina (Ministério Público Federa, 2019).

A operação Zelotes teve início em março de 2015, sob investigação da Polícia Federal. A operação investigou as denúncias de corrupção no Conselho de Administração de Recursos Fiscais (CARF), órgão associado ao Ministério da Fazenda, responsável por julgar os recursos administrativos de autuações contra empresas e pessoas físicas por sonegação fiscal. Algumas empresas autuadas por sonegação tributária e previdenciária atuavam junto ao CARF para reverter ou anular as multas aplicadas. Segundo Saad (2016), R\$19,6 bilhões em multas foram revertidas e deixaram de ser recolhidos aos cofres públicos.

Nota-se que, as relações entre empresas e o governo podem desempenhar um papel importante como acesso a diferentes fontes de recursos. Além disso, o contexto institucional brasileiro fortalece as proposições de Faccio (2006) e Polsiri e Jiraporn (2012), ao identificarem a preponderância das conexões políticas que ocorrem em ambientes institucionais mais fracos, quanto a proteção dos acionistas e a qualidade insatisfatória das organizações que fiscalizam o governo.

3.3 REFERENCIAL TEÓRICO

A Teoria da Dependência de Recursos expõe os motivos das empresas estabelecerem laços políticos com agentes do governo. Para tanto, a fundamentação teórica recorre a essa perspectiva e apresenta-a no tópico seguinte. Posteriormente, discutem-se os efeitos das conexões políticas nos investimentos empresariais.

3.3.1 Teoria da Dependência de Recursos

A Teoria da Dependência de Recursos pressupõe que as organizações não são capazes de produzir todos os recursos de que necessitam para sua sobrevivência (Pfeffer & Salancik,

2003). Dessa forma, as organizações dependem do ambiente externo para captar recursos e estão aptas a moldar esse ambiente para alcançar seus objetivos (Hillman et al., 2009). Na tentativa de acessar os recursos de que necessitam para competir no mercado, as organizações traçam alianças estratégicas com outras empresas, instituições ou com o governo (Pfeffer & Salancik, 2003). A teoria tem como enfoque a complexidade, o dinamismo e o nível de riqueza dos ambientes onde as organizações atuam (Lopes, 2017).

A sobrevivência e até o sucesso de uma organização dependem da capacidade de gerenciar sua relação com o ambiente (Pfeffer & Salancik, 2003). Nesse aspecto, os recursos aos quais as empresas visam controlar não se concentram apenas a dinheiro, mas englobam prestígio, legitimidade, recompensas e sanções, ou capacidade de lidar com a incerteza (Pfeffer & Salancik, 2003). No que tange à incerteza, os proponentes dessa teoria sugerem que o governo é a principal fonte de instabilidade ambiental para as empresas, visto que detém fontes alternativas de recursos, e podem moldar as políticas públicas para beneficiar determinados grupos, ou setores empresariais (Hillman, 2005).

A associação entre empresas e o governo é reconhecida na literatura como conexões políticas e existem maneiras diferenciadas de estabelecer esses laços, como nomear políticos ou ex-políticos para o conselho de administração ou diretorias (Faccio, 2006; Hillman, 2005); realizar doações financeiras às campanhas eleitorais (Claessens et al., 2008); ou mesmo manter relações sociais com agentes políticos (Fisman, 2001). Este estudo concentra-se em analisar e discutir o *background* político, isto é, a inserção de políticos, ou ex-políticos, como membros do conselho de administração ou diretorias, como forma de captar as interações entre empresas e as esferas do governo.

O uso dessas redes políticas permite que as empresas se diferenciem de seus pares não conectados. Ao estabelecerem essas conexões, as empresas obtêm a experiência e o conhecimento acumulado ao longo da carreira pelos políticos que fazem parte da estrutura de gestão (Hillman & Dalziel, 2003; Machold, Huse, Minichilli, & Nordqvist, 2011; Pfeffer & Pfeffer, 1973; Zahra & Filatotchev, 2004). Esses agentes colocam à disposição das empresas suas conexões pessoais e contatos com o governo, o que influencia na qualidade das informações transacionadas, no acesso a informações privilegiadas e, assim, tende a reduzir a assimetria informacional entre empresas e o governo (Wellman, 2017).

Além dessas características, os agentes políticos apresentam habilidades interpessoais, desenvolvidas durante suas carreiras, para influenciar indivíduos e estabelecer canais de comunicação com outras instituições (González-Bailon, Jennings, & Lodge, 2013; Stern & Westphal, 2010; Wellman, 2017). Para Pfeffer e Salancik (2003), por exemplo, esses

políticos podem atuar como interlocutores entre a empresa e órgãos reguladores, devido ao acesso facilitado que o cargo permite.

Ao inserir políticos no ambiente de gestão, as empresas têm acesso ao conhecimento do processo político, a forma de criar e moldar as políticas públicas e a capacidade de antecipar as ações governamentais (Fernández-Méndez, García-Canal, & Guillén, 2018). Esses benefícios podem influenciar as decisões tomadas pelas empresas, na tentativa de aliar seus interesses aos do governo (Agrawal & Knoeber, 2001; Lester, Hillman, Zardkoohi, & Cannella, 2008). As relações políticas não se unidirecionam. As empresas necessitam dos agentes políticos para obter recursos, e os indivíduos que representam o governo podem se utilizar das empresas para atender a seus interesses. Segundo Trevisan (2013), o nível de dependência de recursos críticos das empresas permite que os agentes externos direcionem as ações estratégicas e o processo de tomada de decisões, principalmente no tocante às decisões de longo prazo. Destacam-se os efeitos das conexões políticas sobre as decisões de investimentos das empresas.

3.3.2 Efeitos das conexões políticas nos investimentos empresariais

As conexões políticas fornecem recursos valiosos para as empresas, em termos de acesso facilitado a fontes alternativas de recursos, como financiamentos em bancos governamentais (Claessens et al., 2008; Luo & Ying, 2014); pacotes econômicos (Blau, Brough, & Thomas, 2013; Lee et al., 2018); ou contratos baseados em relacionamentos (Dicko, 2016; Tahoun, 2014). A disponibilidade de recursos financeiros permite que as empresas conectadas se diferenciem de seus pares.

No entanto, o acesso aos recursos proporciona cenários antagônicos às empresas conectadas. Por um lado, podem mitigar os problemas causados pelas restrições financeiras, contribuir para aumentar o capital disponível para investimentos e, assim, minimizar os problemas de subinvestimentos das empresas (Cull et al., 2015; Luo & Ying, 2014). Nessas circunstâncias, as empresas gozam de recursos que lhes permitem realizar os investimentos necessários e prospectar ambientes favoráveis para essas decisões.

Por outro lado, o acesso oportuno aos investidos pode incentivar as empresas a envolverem-se em investimentos não ideais, causando a realização de investimentos subótimos (Pan & Tian, 2017). Nessa posição, as empresas aplicam recursos em projetos que não atendem o retorno esperado ao capital investido. Por essa perspectiva, utilizam-se as conexões políticas como instrumento de intervenção governamental, na medida em que as empresas passam a atender as demandas dos governos. Esse comportamento é notável

quando as empresas realizam investimentos que são politicamente favoráveis, mas que nem sempre são rentáveis (Pan & Tian, 2017). A interferência política pode expressar-se pela distorção na alocação dos investimentos como retribuição a favores políticos ou pela adesão às políticas públicas. Segundo Chen et al. (2011), os políticos estão interessados em si mesmos e intervêm nas decisões de investimentos em benefício próprio.

Nessa direção, Bertrand, Kramarz, Schoar e Thesmar (2018) encontraram evidências em que empresas conectadas na França apresentam menores chances de demitir e maior probabilidade de contratar trabalhadores antes das eleições. Tihanyi et al. (2019) destacam que o governo, por meio das conexões políticas, interfere nas decisões estratégicas das organizações em benefício próprio quando tangenciam assuntos relacionados à estrutura de capital, investimentos em P&D, em projetos de expansão internacional e em investimentos de longo prazo, relacionados a aquisições de instalações e/ou equipamentos.

Além da atuação dos agentes políticos na estrutura de gestão, as empresas podem moldar suas estratégias de investimentos para atender a políticas governamentais. Estudiosos encontraram evidências de que as redes políticas influenciaram a alocação dos investimentos na área ambiental (Borghesi et al., 2014; Wang et al., 2018; Zhang, 2017). Segundo Borghesi et al., (2014), o direcionamento desses recursos estava associado aos incentivos econômicos para o desenvolvimento de políticas ambientais que foram encaminhados às empresas conectadas.

Wang e Xu (2011), por sua vez, constataram que empresas conectadas ao governo chinês diversificaram os investimentos no setor de turismo, mesmo quando não pertenciam a esse segmento. O direcionamento estava em consonância à política de desenvolvimento desse setor no país. Ao contexto brasileiro, Costa, Bandeira-de-Mello e Marcon (2013) constataam que as conexões políticas influenciam a diversificação dos grupos empresariais brasileiros; enquanto, Sena, Lana e Bandeira-de-Mello (2016) sugerem que as conexões políticas influenciaram positivamente os ativos intangíveis.

Nesse sentido, constata-se que as conexões políticas permitem uma relação de interdependência entre empresas e o governo, de forma que as decisões de investimentos podem ser influenciadas pelos agentes políticos, como também as empresas podem adequar suas decisões para atender a especificidade de algumas políticas públicas.

3.4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.4.1 Amostra e modelo da pesquisa

No intuito de investigar os efeitos das conexões políticas nos investimentos das empresas listadas no Brasil e no Canadá, a presente pesquisa utiliza de duas amostras, correspondendo a cada país em análise. A primeira é constituída pelas empresas que atuam no mercado de ações de oferta pública e listadas na Brasil Bolsa Balcão (B³) e segunda é constituída pelas empresas listadas na *Toronto Stock Exchange* e no Índice S&P/TSX, correspondente às empresas canadenses. Foram catalogadas, na base de dados *Bloomberg*[®], 349 e 234 empresas não financeiras listadas no Brasil e no Canadá, respectivamente.

O setor financeiro não constitui escopo das amostras em decorrência das particularidades na forma de contabilização e composição das variáveis de investimentos que compõem o interesse de pesquisa deste estudo. Posteriormente, eliminaram-se empresas com ausência de informações sobre composição do conselho de administração e das diretorias, o que impediu a constituição da variável de interesse, conexões políticas. Procedeu-se à retirada das empresas que não apresentaram informações, durante três períodos consecutivos, sobre as métricas de investimentos, conforme proposto por Fich e Shivdasani (2006). Além disso, excluíram-se as observações dos períodos em que determinada empresa apresentou patrimônio líquido negativo, pois podem comprometer os cálculos dos indicadores de desempenho que são analisados no artigo subsequente desta tese. Portanto, a Tabela 2 evidencia a amostra final que é composta por 231 e 213 empresas não financeiras listadas no Brasil e no Canadá, respectivamente.

Tabela 2
Seleção da amostra

Amostra	Brasil	Canadá
Amostra não financeira	349	234
(-) Ausência de informações sobre o <i>background</i> político	-54	
(-) Empresas sem, no mínimo, três anos de informações	-56	-17
(-) Patrimônio líquido negativo	-8	-4
Amostra final	231	213

O período de análise inicia-se em 2010 que corresponde ao período da implementação das *International Financial Reporting Standards* (IFRS), no contexto brasileiro, o que permitiu que as variáveis contábeis apresentem as mesmas mensurações que as variáveis correspondentes no contexto canadense; e encerra-se em 2017, sendo o último ano disponível para análise durante o desenvolvimento deste estudo.

A seguir, apresenta-se as variáveis e os procedimentos econométricos utilizados para verificar os efeitos das conexões políticas nos investimentos empresariais em ambos países.

3.4.2 Variável Dependente

Dada a complexidade atrelada às decisões de investimentos realizadas pelas empresas e seguindo a literatura em contabilidade que analisa o binômio conexões políticas e investimentos, nesta pesquisa adotou-se o *Capex* como instrumento para caracterizar os investimentos empresariais. O *Capex* corresponde aos investimentos realizados em bens de capital que representam o montante de dinheiro despendido na aquisição de equipamentos e instalações, ou na introdução de melhorias dos bens de capital. Esses investimentos, geralmente, realizam-se ao longo prazo devido a sua complexidade e abrangência, e relacionam-se às principais decisões financeiras das empresas (Galesne, Fensterseifer, & Lamb, 1999).

Considerando que as redes políticas permitem o acesso facilitado a fontes alternativas de recursos financeiros, estima-se que os investimentos em despesas de capital possam se influenciar pelas conexões políticas. De forma semelhante, as estratégias de alocação de investimentos em instalações e equipamentos podem se aderir às políticas públicas, quanto podem se alterar conforme o interesse dos agentes políticos (Bertrand et al., 2018; Chen, Li, Su, & Sun, 2011; Pan & Tian, 2017; Wu, Wu, & Rui, 2012).

Apesar da revisão sistemática da literatura realizada no primeiro artigo desta tese, identificar o uso recorrente do *Capex* e das aplicações em P&D como *proxy* para os investimentos, optou-se por adotar apenas a primeira forma de mensuração. A reduzida aplicação de recursos em P&D pelas empresas listadas no Brasil e no Canadá, aliado à intenção em não abranger o constructo de inovação, são motivos que justificam a não adoção da P&D nesta investigação.

O *Capex* foi dividido pelo ativo total [*Capex/At*] das empresas em cada período e os dados foram coletados na *Bloomberg*[®].

3.4.3 Variável de interesse

Segundo Faccio (2006), pode-se considerar uma empresa como sendo politicamente conectada se um membro do conselho de administração, um membro da administração ou o principal acionista for um membro do parlamento, um membro de um gabinete ministerial, ou um membro e/ou contribuinte para um partido político. Neste estudo, adota-se uma

definição mais restrita que permite uma medida precisa da conexão política. Considera-se uma empresa como conectada politicamente apenas quando um membro do conselho de administração ou um membro das diretorias é, ou foi, membro do governo federal ou provincial/estadual.

No contexto brasileiro considerou-se a atuação do gestor na esfera federal e estadual do governo; enquanto no contexto canadense adotou-se, como membro do governo, os gestores, cujo *background* político apresentou atuação no parlamento ou de um gabinete ministerial (provincial ou federal). Destaca-se que as conexões políticas são referenciadas, neste estudo, como *background* político dos gestores, redes políticas ou interações entre empresas e o governo.

Para captar as interações entre os membros do conselho de administração e diretorias, procedeu-se à análise do currículo profissional dos gestores das empresas listadas na B³. A listagem dos membros dos órgãos de administração foi proveniente dos Formulários de Referência e do *BoardEx*[®]. De posse dessas informações, realizou-se a análise do currículo dos gestores na base *BoardEx*[®], que apresenta a experiência profissional e acadêmica de administradores e gestores das empresas listadas em diferentes bolsas no mundo (Dicko, 2017). A base segmenta a experiência profissional por ano, informando o período de atuação, o cargo ocupado e a organização onde os gestores atuaram, o que permitiu identificar o *background* político.

Na ausência de informações sobre o currículo dos gestores na base *BoardEx*[®] utilizou-se dos minicurrículos disponíveis nos Formulários de Referências, como também acessou-se a plataforma *Linkedin*[®], como instrumento de confirmação dos dados. Para o contexto brasileiro analisaram-se 39.218 currículos, sendo 25.044 corresponde às diretorias e 14.174 aos conselhos de administração, no horizonte de 2010 a 2017. Os dados provenientes das empresas listadas no Canadá são decorrentes da análise realizada pelo estudo de Dicko, Khemakhem, e Zogning (2019), que cedeu os dados para realização desta pesquisa.

Captaram-se as conexões políticas considerando o *background* político dos gestores que compõem o conselho de administração e as diretorias executivas de forma conjunta, o que proporcionou a formação da Conexão Política Geral [*Ger*]. Mediu-se esta variável de duas conformas complementares. Primeiro, pela variável *dummy* [*Ger(D)*] que atribui o valor 1, se a empresa é conectada politicamente pelos membros do conselho de administração e/ou diretorias; e 0, caso contrário. Segundo, mensurou-se a quantidade de membros conectados

politicamente [$Ger(Q)$] em cada estrutura de gestão de forma a apresentar o valor numérico de redes políticas pautadas pelo *background* político dos gestores.

3.4.4 Variáveis de controle

Para controlar o efeito das conexões políticas sobre os investimentos inseriram-se dois conjuntos de variáveis que captam as características da firma (tamanho da empresa, alavancagem, Q de Tobin, tangibilidade, fluxo de caixa operacional) e as características dos países e macroeconômicas (ideologia política, Produto Interno Bruto e *dummies* anuais).

Relacionam-se o tamanho [Tam] e a alavancagem [$Alav$] à capacidade das empresas em realizar investimentos de longo prazo, uma vez que empresas maiores apresentam maior acesso a fontes alternativas de recursos. Esse comportamento pode ser derivado das conexões políticas que permitem acesso a financiamentos bancos governamentais (Claessens et al., 2008; Lazzarini, Musacchio, Bandeira-de-Mello, & Marcon, 2015; Wang, Wei, & Song, 2017; Wellman, 2017); ou pela capacidade de atender aos requisitos para alcançar financiamentos em outras instituições financeiras. Mensurou-se o tamanho da empresa pelo logaritmo natural da receita líquida e a alavancagem pela razão entre a dívida total da empresa e o total de ativos (Dicko, 2017; Golubkov, 2016; Saeed, Belghitar, & Clark, 2016; Silva, Xavier, Gambirage, & Camilo, 2018; Wang, Xu, Zhang, & Shu, 2018).

A tangibilidade [$Tang$] e o fluxo de caixa operacional [FCO] podem influenciar, positivamente, a capacidade de investimento das empresas (Pan & Tian, 2017; Zhao, Chen, & Hao, 2018; Zhao, Wan, & Xu, 2013). Mensurou-se a $Tang$ pela razão entre o total aplicado em ativo imobilizado e o ativo total, e o FCO é ponderado pelo ativo total. Utilizou-se o Q de Tobin [$Qtobin$] para controlar as oportunidades de crescimento às quais sujeitam-se as empresas. Segundo Akey (2015), empresas com maiores oportunidades de crescimento tendem a realizar maiores investimentos em ativos fixos. O Q de Tobin representa a razão entre o valor de mercado e o valor contábil dos ativos (Akey, 2015; Cheng, Chan, & Leung, 2018; Sojli & Tham, 2017).

Entre as variáveis que captam as características macroeconômicas dos países estão a ideologia política [Ide], produto interno bruto [PIB] e *dummies* anuais. Segundo Henisz (2000), a ingerência política e a incerteza macroeconômica dos países podem afetar negativamente a economia e reduzir as taxas de crescimento das empresas. Nesse horizonte, o PIB e a Ide podem influenciar a alocação dos investimentos empresariais. Wellman (2017), sugere que a orientação ideológica do partido político que governa o país pode direcionar as políticas públicas de forma a privilegiar determinados grupos de interesses. Nesse sentido, as

empresas conectadas ao governo em atuação podem influenciar o desenvolvimento dessas políticas e, conseqüentemente, afetar tanto o acesso a recursos quanto a aplicação dos investimentos (Fernández-Méndez et al., 2018; Wellman, 2017).

Expressou-se a variável *PIB* pelo valor dos bens e dos serviços produzidos no ano através do logaritmo natural do seu valor nominal, e a *Ide* foi captada pela variável binária. Atribuiu-se ao contexto brasileiro o valor 1 para o período de 2010 a 2015, período de permanência do Partido dos Trabalhadores no governo federal; e 0 para o período de 2016 e 2017, período de atuação do governo interino Temer. Para o Canadá, atribuiu-se o valor 1 para o governo do Primeiro-Ministro Stephen Harper entre 2010 e 2015; e 0 para o governo do Primeiro-Ministro Justin Trudeau.

Ressalta-se que se utilizaram todas as variáveis de controle com um período de defasagem, com excesso o *PIB* e a *Ide*. Dessa forma, os investimentos captados no período *t* foram regredidos com as variáveis de controle correspondente ao período *t-1*. As variáveis de controle são provenientes da base de dados *Bloomberg*[®]. A Tabela 3 sintetiza as formas de mensuração e o sinal esperado para cada variável utilizada nos modelos.

Tabela 3

Descrição das variáveis

Descrição das variáveis			
Variável	Sigla	Mensuração	Sinal Esperado
Dependente: Investimentos			
Capital Expenditure	Capex	$\frac{(Imobilizado_{i,t} - Imobilizado_{i,t-1}) + Depreciação_{i,t}}{Ativo Total}$	
Interesse: Conexões Políticas			
Conexão Política Geral	Ger(D)	Igual a 1 se, pelo menos, um membro do conselho de administração ou da diretoria executiva é considerado conectado politicamente; e 0 caso contrário	+
	Ger(Q)	Número de membros do conselho de administração e das diretorias executivas que são conectados politicamente	
Controle			
Tamanho	Tam _(t-1)	Logaritmo natural da receita líquida	+
Alavancagem	Alav _(t-1)	(Passivo oneroso _{i,t}) / (Patrimônio líquido _{i,t})	+
Q de Tobin	Qtobin _(t-1)	(Valor de mercado _{i,t}) / (Valor contábil dos ativos _{i,t})	+
Tangibilidade	Tang _(t-1)	(Imobilizado _{i,t}) / (Ativo total _{i,t})	+
Fluxo de caixa	FCO _(t-1)	Fluxo de caixa operacional líquido	+
Ideologia Política	Ide	Dummy utilizada para captar a atuação de uma mesma corrente partidária no governo federal	+/-
Produto Interno Bruto	PIB	Logaritmo natural do Produto Interno Bruto	+

3.4.5 Procedimentos econométricos

O tratamento dos dados foi realizado com a intenção de normalizar as distribuições e buscar métricas capazes de relacionar as variáveis conforme os pressupostos dos procedimentos econométricos (Sena et al., 2016). Para tanto, procedeu-se pela transformação das variáveis em logaritmo que permite medir a sensibilidade da variável dependente em relação as variáveis explicativas e corrigir a assimetria de valores atípicos (Chen, Li, Luo, & Zhang, 2017; Christensen, Mikhail, Walther, & Wellman, 2017; Dicko & El Ibrami, 2013; Sena et al., 2016)

Para testar os efeitos das conexões políticas nos investimentos empresariais, utilizou-se da análise com regressão com dados em painel considerando os testes para especificação dos modelos adequados, por meio do *software* Stata/SE®. A partir da regressão de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e da aplicação do teste F, Breush-Pagan e Hausman identificaram-se os modelos que estavam aderentes ao conjunto de dados, sejam eles de efeitos fixos, aleatórios ou *polled*. Para que se validem os resultados das estimações, devem-se atender aos pressupostos de homogeneidade (Wooldridge, 2016). Assim, realizou-se o teste de Wald que permitiram identificar a presença de heterocedasticidade nos resíduos das regressões da regressão. Na ausência de homogeneidade, estimou-se o modelo com erros-padrão robustos, para os modelos de efeitos fixo ou aleatórios.

Além dos testes para especificação dos modelos, a literatura que analisa o binômio conexões políticas e investimentos demonstra a existência de problemas de endogeneidade, devido à omissão de variáveis explicativas, dos erros de mensuração ou quando a variável explicativa é determinada simultaneamente pela variável explicada (Habib, Ranasinghe, Muhammadi, & Islam, 2018). Segundo Wooldridge (2016), a omissão de variáveis permite que se correlacione o termo de erro da regressão com o regressor, enquanto os erros de mensuração transcorrem quando o constructo teórico e o instrumento utilizado para representá-lo são distintos. Nessas circunstâncias, se correlacionar o erro de mensuração com a variável observada, o parâmetro estimado será inconsistente (Santos, 2016). Para lidar com esses problemas, adotou-se do *Generalized Method of Moments* (GMM), proposto por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond, (1998). O método permite controlar os efeitos não observados que não variam no tempo e produz estimativas consistentes dos parâmetros do modelo (Roodman, 2009).

A equação 1 apresenta o modelo proposto a partir da relação investigada.

$$Investimento_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Conexões\ Políticas_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t-1}^k + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Essa relação é consistente com as decisões de longo prazo e tem respaldo a pesquisas de Ling, Zhou, Liang, Song e Zeng (2016), Liu, Pan, e Tian (2018) e Pan e Tian (2017).

3.4.6 Estabelecimento das hipóteses

Para investigar os efeitos das conexões políticas, estabelecidas pelo *background* político dos membros do conselho de administração e diretorias, nos investimentos das empresas listadas no Brasil e no Canadá apresenta-se as duas hipóteses da pesquisa orientadas pela tese defendida.

Pesquisas sugerem que os gestores conectados ao governo podem ser utilizados como instrumento estratégico para acessar informações, alcançar recursos financeiros em bancos governamentais ou contratos com as diferentes esferas governamentais (Dicko, 2016; Fernández-Méndez et al., 2018). Ao adotar estas ações, as empresas conectadas diferem de seus pares sobre o aumento do capital disponível e pela redução das restrições financeiras (Cull et al., 2015; Houston, Jiang, Lin, & Ma, 2014; Luo & Ying, 2014). Diante desse cenário, as empresas podem elevar os investimentos relacionados a aquisição de instalações e equipamentos, mensurados pelo *Capex*.

Apesar das diferenças atreladas ao ambiente institucional, o crescimento e/ou estabilidade das conexões políticas podem influenciar no efeito sobre os investimentos empresariais. Diante ao crescimento das conexões políticas entre as empresas listadas no Canadá (Dicko, 2016; Dicko et al., 2019); e relevância dessas teias no contexto brasileiro (Camilo, Marcon, & Bandeira-de-Mello, 2012; Pinheiro, De Luca, & Vasconcelos, 2016; Silva et al., 2018), propõe-se que:

H1: Existe uma relação positiva e significativa entre as conexões políticas e os investimentos empresariais nas empresas listadas no Brasil.

H2: Existe uma relação positiva e significativa entre as conexões políticas e os investimentos empresariais nas empresas listadas no Canadá.

3.5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção, apresenta-se os resultados das estimações e segmenta-se os achados em três subseções. A primeira apresenta as estatísticas descritivas das variáveis que compõem os modelos de dados em painéis. A segunda seção contempla as análises inferenciais dos efeitos das conexões políticas, mensuradas para variável *dummy*, nos investimentos das empresas. E

a terceira seção, decida-se a relatar as evidências empíricas para relação investigada, considerando a quantidade de membros conectados como forma de mensurar as conexões políticas.

3.5.1 Estatística descritiva

A Tabela 4 apresenta a distribuição das empresas conectadas e não conectadas conforme o ambiente institucional. Os dados revelam o comportamento antagônico quanto à formação das redes políticas utilizadas pelas empresas listadas no Brasil e no Canadá. Enquanto no contexto brasileiro evidencia-se queda no uso dessa estratégia pelas empresas, ao contexto canadense há crescimento.

Tabela 4

Frequência das conexões políticas estabelecidas pelas empresas

Painel A: Frequência de empresas conectadas politicamente no Brasil								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Conectadas	39%	46%	42%	42%	40%	36%	34%	30%
Não conectadas	61%	54%	58%	58%	60%	64%	66%	70%
Painel B: Frequência de empresas conectadas politicamente no Canadá								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Conectadas	32%	37%	41%	41%	44%	46%	46%	49%
Não conectadas	68%	63%	59%	59%	56%	54%	54%	51%

A instabilidade política e as denúncias de corrupção envolvendo agentes políticos e empresas são fatores que podem se associar à redução das redes políticas no Brasil. Segundo Wellman (2017), a alternância de governantes com ideologias políticas distintas podem conduzir ao encerramento dos laços políticos vigentes entre empresas e o governo. Nesse aspecto, o Brasil vivenciou essa alternância de forma abrupta no período analisado. Em 2014 houve a reeleição da presidente Dilma Rousseff, que teve seu mandato interrompido em 2016, por meio de um processo de *impeachment*. O vice-presidente, Temer, assumiu o governo do país até as eleições de 2018.

O panorama político brasileiro foi recheado por denúncias de corrupção envolvendo agentes políticos e empresas. A Operação Lava-Jato colocou em evidência as relações escusas em contratos públicos, licitações e pagamento de propinas pelas empresas a políticos e agentes públicos. Empresas como a Petrobrás e a JBS, que se conectam politicamente, foram alvo dessa Operação e reconheceram perdas contábeis, bem como perderam valor de mercado devido aos atos corruptos em que estavam envolvidas (Bastos, Rosa, & Pimenta,

2016; Medeiros & Silveira, 2017). Esse contexto favorece a redução das interações entre empresas e governo por meio do *background* político dos gestores.

Em oposição a esse contexto político, no Canadá foi notável o crescimento e fortalecimento das conexões entre empresas e o governo. No horizonte analisado, as redes políticas representavam 32% das empresas listadas em 2010 no Índice S&P/TSX, para alcançar 49% em 2017. Esse resultado está em linha com os achados de Dicko (2016, 2017), que constataram a recorrência do uso da estratégia política por mais de 50% das empresas listadas no mesmo índice.

Apesar de Wellman (2017) sugerir que a ideologia política possa interferir na estabilidade dessas conexões, no contexto canadense o *background* político apresentou crescimento mesmo diante na alteração governamental em 2016. Nesse ambiente, a mudança de governo não representou uma ruptura política ou mesmo instituiu formas opostas de governar o país, como ocorrido no Brasil após o processo de *impeachment* da Presidente Dilma Rousseff. Diante do panorama político canadense, é plausível que as alterações dos ciclos políticos não interfiram na dinâmica empresarial.

Dada a alteração no comportamento das conexões políticas, a Tabela 5 sumariza a estatística descritiva das variáveis que compõem os modelos de dados em painel.

Tabela 5

Estatística descritiva das variáveis

Variáveis	Painel A: Empresas listadas no Brasil					Painel B: Empresas listadas no Canadá				
	Mínimo	Máximo	Média	SD	CV	Mínimo	Máximo	Média	SV	CV
Capex/At	0.00	0.53	0.04	0.05	1.29	0.00	1.23	0.09	0.09	0.98
Ger(Q)	0.00	7.00	0.59	0.97	1.65	0.00	7.00	0.65	0.98	1.50
Alav _(t-1)	0.00	9.39	0.73	0.65	0.89	0.00	7.80	0.49	0.31	0.63
Tam _(t-1)	9.80	26.54	20.53	2.18	0.11	13.27	24.60	20.74	1.66	0.08
Qtobin _(t-1)	0.11	58.70	1.39	3.05	2.19	0.11	15.21	1.53	1.09	0.71
Tang _(t-1)	0.00	0.90	0.29	0.22	0.76	0.00	0.99	0.51	0.30	0.60
FCO _(t-1)	-12.07	1.70	0.04	0.34	8.18	-8.78	0.47	0.08	0.24	3.15
PIB	14.40	14.78	14.61	0.14	0.01	14.24	14.43	14.35	0.07	0.00

Nota. 1. SD representa o desvio-padrão; e CV corresponde ao coeficiente de variação.

2. *Capex/At*: investimentos; *Ger(Q)*: quantidade de membros do conselho de administração e diretorias conectados politicamente; *Alav_(t-1)*: alavancagem; *Tam_(t-1)*: tamanho das empresas; *Tang_(t-1)*: tangibilidade; *Qtobin_(t-1)*: Q de Tobin; *FCO_(t-1)*: fluxo de caixa operacional; *PIB*: Produto Interno Bruto.

A média de investimentos na aquisição de instalações e equipamentos, captadas pelo *Capex/At*, é superior entre as empresas listadas no Canadá, ao corresponder a 0.09 do total de ativos; em comparação às empresas listadas no Brasil que correspondem a 0.04. A *Ger(Q)*, apresentou o máximo 7 gestores, em ambas amostras. No entanto, no contexto canadense encontra-se a maior média, 0.65, no uso do *background* político dos membros do conselho de administração e diretorias. O tamanho das empresas é, praticamente, semelhante ao

apresentar receita líquida média de 20.53 e 20.74 para as empresas listadas no Brasil e no Canadá, respectivamente. Este comportamento apresenta indícios da homogeneidade entre as amostras utilizadas, o que é ratificado pelo reduzido coeficiente de variação do tamanho das empresas, sendo 0.11 no Brasil e 0.08 no Canadá.

Entre as variáveis de controle, nota-se que no Canadá, as empresas apresentam, em média, maiores oportunidades de crescimento [$Qtobin_{(t-1)}$], tangibilidade [$Tang_{(t-1)}$] e fluxo de caixa operacional [$FCO_{(t-1)}$] do que as empresas listadas no Brasil. Infere-se, assim, que as empresas situadas no Canadá tendem a realizar maiores investimentos de longo prazo dado à disponibilidade de recursos financeiros, oportunidades de crescimento e pela maior quantidade de ativos fixos em comparação ao ativo total, fator este que permite o alcance de financiamentos de longo prazo.

Na matriz de correlação (Apêndice 3.1), observou-se a correlação entre $Capex/At$ e as conexões políticas, $Ger(D)$ e $Ger(Q)$, em ambos países. No Brasil, a correlação foi positiva e significativa ao nível de 5% e 10% para as variáveis $Ger(D)$ e $Ger(Q)$, respectivamente, sendo maior a correlação estabelecida pela variável binária e o $Capex/At$. No Canadá, por sua vez, a correlação estabelecida entre as variáveis de interesse e a dependente apresentaram comportamento inverso e significativo ao nível de 5%, sugerindo que o *background* político dos gestores tende a reduzir os investimentos em aquisições de instalações e equipamentos. Neste ambiente, a quantidade de membros conectados apresenta-se maior correlação negativa com o $Capex/At$.

No intuito de compreender as relações estabelecidas entre as métricas de conexões políticas e os investimentos empresariais, realizou-se o teste ANOVA (Apêndice 3.1) tendo como fator discriminante dos grupos a variável $Ger(D)$. Ao contexto brasileiro, notou-se que as empresas conectadas se diferem de seus pares não conectados quanto ao $Capex/At$ e todas as variáveis de controle. O resultado do teste reforça os indícios de que as conexões políticas permitem diferenciar as empresas quanto aos investimentos, à forma de financiamento adotada pelas empresas, capital disponível, oportunidade de investimentos e capacidade de gerar receitas.

Para a amostra de empresas listadas no Canadá evidenciou-se o comportamento destoante. Neste ambiente, as empresas conectadas diferem de seus pares quanto às $Qtobin$, Tam e $Alav$, mas não se encontraram diferenças estatisticamente significativas para o $Capex/At$. O resultado apresenta que as redes sociais e políticas dos gestores ainda não permitem diferenciar as empresas conectadas de seus pares.

De modo geral, os resultados preliminares da análise descritiva instigam dois horizontes de análise. No primeiro, tem-se que mesmo com a menor aplicação de recursos em investimentos captados pelo $Capex/At$, no ambiente brasileiro as conexões políticas são capazes de diferenciar as empresas. Enquanto no contexto canadense, apesar o crescimento e fortalecimento das redes políticas ainda não se identifica diferenciação dos investimentos entre os grupos de empresas conectadas e não conectadas. Estes caminhos são explorados na etapa seguinte por meio da estimação das regressões de dados em painel com efeitos fixos e dinâmicos (GMM).

3.5.2 Análises inferenciais considerando as conexões políticas mensuradas pela variável *dummy*

Nesta etapa, apresenta-se as análises inferenciais para os efeitos das conexões políticas, captadas pela variável $Ger(D)$, nos investimentos das empresas listadas no Brasil e no Canadá. A Tabela 6 apresenta os testes preliminares para especificar o modelo de dados em painel mais adequado. Realizou-se o teste F que, ao nível de significância de 1%, apontou para um melhor ajuste do modelo de efeitos fixos em comparação ao modelo *polled*. Os resultados do teste LM de Breusch-Pagan demonstraram que, ao nível de significância de 1%, preferiu-se o modelo de efeitos aleatórios ao modelo de efeitos fixos. Por conseguinte, o resultado do teste de Hausman permitiu rejeitar a hipótese nula de adequação do modelo aos efeitos aleatórios. Assim, aplicou-se o modelo de efeitos fixos.

Tabela 6
Especificação do modelo de dados em painel

Testes de especificação dos modelos	Brasil	Canadá
	Modelo 1	Modelo 2
Teste F	6.70***	9.14***
Teste de Multiplicador de Lagrange (LM) de Breusch-Pagan	344.40***	713.86***
Teste de Hausman	26.43**	31.52***
Teste de Wald	8E+31***	42379.21***

Nota. 1. *, ** e *** correspondem aos níveis de significâncias de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Para que se validem os resultados das estimações e atendam-se aos pressupostos de homogeneidade entre os resíduos da regressão (Wooldridge, 2016), realizou-se o teste de Wald. O resultado do teste permitiu rejeitar a hipótese nula de que os resíduos sejam homocedásticos nos dois modelos. Para correção desse problema, estimou-se o modelo de efeitos fixos com erros padrão robustos para o conjunto de dados correspondente as duas

amostras. A Tabela 7 apresenta os resultados dessas estimações conforme a amostra de empresas listadas no Brasil (Modelo 1) e Canadá (Modelo 2).

Tabela 7
Regressões em painel com efeito fixo

Variável dependente: Capex/At	Brasil	Canadá
	Modelo 1	Modelo 2
Ger(D)	0.214** (0.105)	-0.197 (0.186)
Alav _(t-1)	-0.177 (0.203)	0.105 (0.128)
Tam _(t-1)	0.195 (0.119)	-0.033 (0.094)
Qtobin _(t-1)	0.262** (0.131)	0.079 (0.086)
Tang _(t-1)	0.562*** (0.125)	0.354*** (0.134)
FCO _(t-1)	0.061 (0.049)	0.054 (0.036)
Ide	0.237** (0.107)	0.136*** (0.044)
PIB	0.091 (0.084)	1.291* (0.657)
Constante	-8.595*** (2.629)	-20.18** (9.566)
Efeito fixo do ano	Sim	Sim
Efeito fixo do setor	Não	Não
Observações	989	1,004
R ²	0.286	0.163
Número de empresas	175	165

Nota. 1. O modelo geral estimado é: $Capex/At_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Ger(D)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t-1}^k + \varepsilon_{i,t}$

2. Os valores apresentados entre parênteses correspondem às estatísticas t dos coeficientes.

3. *, ** e *** correspondem aos níveis de significâncias de 10%, 5% e 1% respectivamente.

4. *Ger(D)*: conexões políticas mensuradas pela variável *dummy* para os membros do conselho de administração ou diretorias; *Alav_(t-1)*: alavancagem; *Tam_(t-1)*: tamanho das empresas; *Tang_(t-1)*: tangibilidade; *Qtobin_(t-1)*: Q de Tobin; *FCO_(t-1)*: fluxo de caixa operacional; *Ide*: ideologia política corresponde ao governo do Partido dos Trabalhadores (Brasil) e do governo do Primeiro-Ministro Stephen Harper (Canadá); *PIB*: Produto Interno Bruto.

Conforme evidenciado na Tabela 7, o coeficiente da variável *Ger(D)* é positivo e estatisticamente significativo para as empresas listadas no Brasil, porém não é representativo para as empresas listadas no Canadá.

Os resultados provenientes do contexto brasileiro, evidenciam que o *background* político, isto é, as redes formadas pelos membros do conselho de administração e das diretorias [*Ger(D)*], influenciam positivamente os investimentos em aquisições de instalações e equipamentos. Esse resultado foi significativo ao nível de 5% e está alinhado com a hipótese 1 de que as conexões políticas promovem aumentos nos investimentos. Isso sugere que o fato de estar conectado ao governo reduz a incerteza e minimiza os riscos ambientais que conduzem, consequentemente, a realizar investimentos de longo prazo como aqueles

captados pelo *Capex/At*. Esse aspecto, é abrangido pela Teoria da Dependência de Recursos ao sugerir que as interações com o governo permitem acessar fontes alternativas de recursos e, assim, controlar fatores ambientais que elevam a incerteza ambiental (Hillman et al., 2009; Pfeffer & Salancik, 2003).

Para subsidiar esta compreensão, Pan e Tian (2017) indagam que a expansão dos investimentos está associada às menores restrições financeiras, à maior disponibilidade de financiamentos e ao acesso a contratos com o governo, em maior quantidade e valores. Os fatores estão intrinsicamente associados aos benefícios decorrentes das conexões políticas estabelecidas com as esferas diferentes do governo, como o relatado por estudos anteriores (Cull et al., 2015; Huang et al., 2019; Khan et al., 2016; Luo & Ying, 2014; Pan & Tian, 2017).

Dentre as variáveis de controle, para o Brasil, destacam-se o $Qtobin_{(t-1)}$ e $Tang_{(t-1)}$. Consistente com o comportamento esperado, essas variáveis associam-se, positiva e significativamente, ao *Capex/At*. Dessa forma, as empresas com maiores oportunidades de crescimento e maior proporção entre o ativo imobilizado e o ativo total aplicam mais recursos em investimentos de longo prazo. A relação anunciada está em consonância aos achados de Wellman (2017), ao constar que dado o incremento no $Qtobin_{(t-1)}$, há crescimento proporcional no *Capex/At*. A variável de ideologia política, correspondente ao governo do Partido dos Trabalhadores (2010 a 2015), apresentou comportamento positivo e significativo em relação ao *Capex/At*. O resultado apresenta indícios que, nesse governo, cria-se o ambiente favorável para a realização de investimentos em ativos fixos, como aqueles captados pelo *Capex/At*. De forma análoga, os investimentos podem ser influenciados das políticas públicas que abrangem essas decisões empresariais (Staglianò & Andrieu, 2017).

Ao contexto canadense, os resultados não corroboram com a hipótese 2. Para as empresas listadas na TSX, identificou-se que as conexões políticas não impactam nos investimentos em aquisições de instalações e equipamentos. Essa proposição anuncia que mesmo com o aumento na associação entre empresas e governo, capturadas pelo *background* político dos gestores, o *Capex/At* não foi influenciado pelas redes sociais desses gestores.

Para as variáveis de controle, nota-se que a $Tang_{(t-1)}$ e o período de atuação do governo do Primeiro-Ministro Stephen Harper [*Ide*] associam-se positivamente ao comportamento do *Capex/At*. Os resultados anunciam que as políticas desenvolvidas durante esse governo influenciaram as aquisições de instalações e equipamentos, sem que houvesse vantagens competitivas atreladas às empresas conectadas. O comportamento para a variável $Tang_{(t-1)}$ é coerente com a expectativa de que empresas com maior quantidade de ativos fixos

apliquem recursos em atividades de expansão abrangidas pela aquisição de instalações e equipamentos (Bodnaruk, Massa, & Yadav, 2017; Pan & Tian, 2017; Zhang, 2019).

Dada a relação dinâmica entre conexões políticas e investimentos, é possível que existam problemas de endogeneidade que podem comprometer a consistência dos estimadores (Habib et al., 2018; Jackowicz, Kozłowski, & Mielcarz, 2016; Jia & Ma, 2017). Para garantir a acurácia dos modelos e amenizar estes problemas, procedeu-se pela aplicação do GMM, cujo resultado está contido na Tabela 8.

Tabela 8

Regressões em painel dinâmico - GMM

Painel A: Estimação do modelo pelo *Generalized Method of Moments*

Variável dependente: Capex/At	Brasil	Canadá
	Modelo 3	Modelo 4
Capex/At _(t-1)	0.250 (0.216)	0.703*** (0.206)
Ger(D)	0.627* (0.318)	-0.090 (0.227)
Alav _(t-1)	-0.098 (0.107)	-0.009 (0.110)
Tam _(t-1)	0.091 (0.097)	0.021 (0.041)
Qtobin _(t-1)	0.289 (0.188)	0.154 (0.177)
Tang _(t-1)	0.458** (0.187)	0.138 (0.121)
FCO _(t-1)	-0.064 (0.088)	-0.065 (0.139)
Ide	0.000 (0.000)	0.003 (0.111)
PIB	-0.199** (0.083)	-0.095 (0.071)
Constante	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
Efeito fixo do ano	Sim	Sim
Efeito fixo do setor	Não	Não
Observações	463	519
Número de empresas	132	146
Número de instrumentos	29	27

Painel B: Testes de especificação dos modelos

AR(2)	-0.18	-0.77
Teste de Hansen	21.81	26.56
Hansen-difference	0.73	0.96

Nota. 1. O modelo geral estimado é:

$$Capex/At_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Capex/At_{i,t-1} + \beta_2 Ger(D)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t-1}^k + \varepsilon_{i,t}$$

2. Os valores apresentados entre parênteses correspondem às estatísticas t dos coeficientes.

3. *, ** e *** correspondem aos níveis de significâncias de 10%, 5% e 1% respectivamente.

4. *Capex/At*: investimentos; *Ger(D)*: conexões políticas mensuradas pela variável *dummy* para os membros do conselho de administração ou diretorias; *Alav_(t-1)*: alavancagem; *Tam_(t-1)*: tamanho das empresas; *Tang_(t-1)*: tangibilidade; *Qtobin_(t-1)*: Q de Tobin; *FCO_(t-1)*: fluxo de caixa operacional; *Ide*: ideologia política corresponde ao governo do Partido dos Trabalhadores (Brasil) e do governo do Primeiro-Ministro Stephen Harper (Canadá); *PIB*: Produto Interno Bruto.

No Painei B, da Tabela 8, reporta-se os resultados dos testes de adequação dos dados ao GMM. A partir do teste de Hansen confirmou-se que o conjunto de instrumentos são robustos e o teste de Hansen-*difference* ratificou a exogeneidade dos instrumentos utilizados. O teste de correlação serial de segunda ordem, AR(2), constatou a ausência de autocorrelação serial, confirmando que as condições para aplicação do GMM estão corretamente especificadas.

A partir dos resultados evidenciados na Tabela 8, nota-se que a variável $Ger(D)$ continua estatisticamente significativa e com o sinal esperado para a amostra de empresas listadas no Brasil. Nesse ambiente, os modelos permitem constatar o quanto as estimações da variável $Ger(D)$ são subestimadas ao desconsiderar o problema de endogeneidade, pois a diferença é de 1.93 pontos percentuais, aproximadamente 193%, entre o escore mensurado no painel de efeitos fixos e no GMM. Identifica-se, assim, que a utilização do painel dinâmico reduz os problemas de endogeneidade, confere robustez às estimativas e sugere que as estimações são independentes da abordagem econométrica utilizada (Santana, Santos, Carvalho Júnior, & Martinez, 2020).

Nesse mesmo ambiente institucional, evidencia-se que $Tang_{(t-1)}$ reduz seu efeito no $Capex/At$, ao apresentar uma contração de 19% entre o modelo estimado pelo painel de efeitos fixos e ao controlar a endogeneidade. Os efeitos captados pelo $Qtobin_{(t-1)}$ e pela Ide não permaneceram significativos nas estimações pelo GMM.

Para o Canadá, o efeito estatisticamente não significativo também foi mantido. Consequentemente, as conexões políticas não impactam nos investimentos, mesmo quando se controla os problemas causados pela endogeneidade das variáveis. A significância estatística das variáveis $Tang_{(t-1)}$, Ide e PIB , recorrentes no painel de efeitos fixos, no entanto, não permaneceram significativas ao tratar a endogeneidade das variáveis. Este comportamento é consistente com pesquisas anteriores que relataram a perda de significância estatística entre variáveis de controle ao corrigir o problema de endogeneidade (Cutillas Gomariz & Sánchez Ballesta, 2014; Haris, Yao, Tariq, Javaid, & Ul Ain, 2019; Wag, 2018; Xu & Yano, 2016).

3.5.3 Análises inferenciais considerando a quantidade de gestores conectados politicamente

No intuito de amplificar o entendimento da relação analisada, nesta seção são discutidos os efeitos da quantidade de gestores conectados politicamente nos investimentos. Para tanto, a Tabela 9 sintetiza os resultados dos testes de especificação dos modelos de dados em painel.

Tabela 9
Especificação do modelo de dados em painel

Testes de especificação dos modelos	Brasil	Canadá
	Modelo 5	Modelo 6
Teste F	6.71***	9.12***
Teste de Multiplicador de Lagrange (LM) de Breusch-Pagan	343.75***	309.20***
Teste de Hausman	25.88***	23.80***
Teste de Wald	6.7E+31***	19892.70***

Nota. 1. *, ** e *** correspondem aos níveis de significâncias de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Os testes convergem para a adequação dos conjuntos de dados ao modelo de efeitos fixos para as amostras de empresas listadas no Brasil e no Canadá. Esse resultado tem respaldo na estatística do teste F; pela rejeição da hipótese nula da adequação ao modelo *polled*, pelo teste de Breusch-Pagan; e corroborado pelos resultados do teste de Hausman, que rejeita a hipótese nula de existência de efeitos aleatórios. O teste de Wald sugere que, em ambas amostras, os resíduos das regressões são heterocedásticos, o que permite estimar os modelos em dados em painel de efeitos fixos com erros padrão robustos. A Tabela 10 sumariza os achados.

Tabela 10
Regressões em painel com efeito fixo

Variável dependente: Capex/At	Brasil	Canadá
	Modelo 5	Modelo 6
Ger(Q)	0.233** (0.105)	0.149 (0.141)
Alav _(t-1)	0.165 (0.166)	-0.191 (0.224)
Tam _(t-1)	0.108 (0.076)	0.374*** (0.138)
Qtobin _(t-1)	0.309** (0.155)	0.143 (0.148)
Tang _(t-1)	0.554*** (0.151)	0.524*** (0.130)
FCO _(t-1)	-0.010 (0.057)	0.039 (0.060)
Ide	0.096 (0.120)	0.079 (0.055)
PIB	-1.812** (0.737)	0.260 (0.868)
Constante	21.810** (10.960)	-14.200 (13.190)
Efeito fixo do ano	Sim	Sim
Efeito fixo do setor	Não	Não
Observações	469	480
R ²	0.273	0.219
Número de empresas	98	82

Nota. 1. O modelo geral estimado é: $Capex/At_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Ger(Q)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t-1}^k + \varepsilon_{i,t}$

2. Os valores apresentados entre parênteses correspondem às estatísticas t dos coeficientes.

3. *, ** e *** correspondem aos níveis de significâncias de 10%, 5% e 1% respectivamente.

4. *Capex/At*: investimentos; *Ger(Q)*: quantidade de membros do conselho de administração e diretorias conectados politicamente; *Alav_(t-1)*: alavancagem; *Tam_(t-1)*: tamanho das empresas; *Tang_(t-1)*: tangibilidade; *Qtobin_(t-1)*: Q de Tobin; *FCO_(t-1)*: fluxo de caixa operacional; *Ide*: ideologia política

corresponde ao governo do Partido dos Trabalhadores (Brasil) e do governo do Primeiro-Ministro Stephen Harper (Canadá); *PIB*: Produto Interno Bruto.

Os resultados apresentam indícios que a quantidade de membros conectados [$Ger(Q)$] impacta positivamente nos investimentos das empresas listadas no Brasil. No Canadá, o efeito não foi estatisticamente significativo. Os achados estão em consonância ao evidenciado nas estimações anteriores, Modelos 1 (Brasil) e Modelo 2 (Canadá), onde utilizou-se da variável binária para captar as redes políticas das empresas.

Ao contexto brasileiro, nota-se que houve crescimento de aproximadamente 9% no efeito da variável conexão política utilizada no Modelo 5 e mensurada pela quantidade de membros conectados [$Ger(Q)$]; em relação ao uso da variável *dummy* empregada para captar as conexões políticas [$Ger(D)$], no Modelo 1. Esse achado dá suporte à hipótese 1, de que as conexões políticas impactam positivamente os investimentos empresariais das empresas listadas no Brasil. O comportamento apresenta indícios de que quanto mais membros conectados politicamente no ambiente de gestão empresarial, maiores são as chances de obter vantagens competitivas junto ao governo, que são materializadas no crescimento dos investimentos.

Além disto, evidencia que a maior quantidade de conexões estabelecidas com as diferentes esferas governamentais, cria-se o ambiente favorável para realizar investimentos de longo prazo. Essa circunstância, permite o controle dos riscos e minimiza a incerteza ambiental, como sugerido pelos teóricos que analisam o fenômeno das conexões políticas pela perspectiva da Teoria da Dependência de Recursos (Hillman, Keim, & Schuler, 2004; Pfeffer & Salancik, 2003).

O efeito positivo das conexões políticas no $Capex/At$ está em consonância com os pressupostos da Teoria da Dependência de Recursos, na medida em que as redes políticas permitem a diferenciação e vantagens competitivas frente a seus pares não conectados (Pfeffer & Salancik, 1978). O comportamento anunciado está em consonância a pesquisas anteriores realizadas no ambiente brasileiro que demonstram a relação positiva e significativa entre conexões políticas e outros tipos de investimentos empresariais. Costa, Bandeira-de-Mello e Marcon (2013) constatarem que as conexões políticas influenciam a diversificação dos grupos empresariais e Sena, Lana e Bandeira-de-Mello (2016) sugerem que as conexões políticas afetam os ativos intangíveis de modo positivo e significativo.

Pode-se explicar o efeito sobre o $Capex/At$ por diferentes fatores. Primeiro, cabe aos órgãos de gestão empresarial, com destaque ao conselho de administração, realizar decisões

importantes, relacionadas a fusões e aquisições, mudanças na estrutura de capital da empresa, como recompras de ações, ou novas emissões de dívida, ou realizações de investimentos de longo prazo (Machold et al., 2011; Menozzi, Urtiaga, & Vannoni, 2012). Dessa forma, os agentes conectados têm autonomia para influenciar as decisões financeiras na tentativa de aproximar as demandas governamentais às estratégias empresariais. Os agentes políticos também podem utilizar de sua influência junto ao governo, para prospectar informações sobre o desenvolvimento de políticas públicas que possam tanto favorecer a aquisição de equipamentos quanto identificar o fomento a esta atividade em setores específicos (Fernández-Méndez et al., 2018; Li, Meyer, Zhang, & Ding, 2017). Nessa linha, as conexões políticas permitem ganhos competitivos às organizações no que tange à prospecção de recursos provenientes do governo.

De modo semelhante, as redes políticas podem acessar fontes alternativas de financiamentos de longo prazo para realizar investimentos em aquisições de instalações e equipamentos. Nesse aspecto, estudos comprovaram que as conexões políticas estabelecidas no Brasil permitem acesso diferencial a financiamentos junto ao BNDES (Claessens et al., 2008; Kuronuma et al., 2017; Lazzarini et al., 2015; Lopes, 2016; Rocha, 2011; Sztutman & Aldrichi, 2012). O crescimento dos investimentos em equipamentos e em instalações sugere que as empresas conectadas poderiam expandir suas atividades operacionais como forma de retribuir favores políticos, como pela geração de empregos (Bertrand et al., 2018).

A presente pesquisa também estimou os modelos considerando os potenciais problemas de endogeneidade. O teste de Hansen demonstra a validade dos instrumentos, que é confirmado pelo resultado do teste de Hansen-*difference*. O teste de correlação AR(2) comprovou a autocorrelação serial de segunda ordem, confirmando as condições para aplicar o GMM ao conjunto de dados. A Tabela 11 dedica-se a apresentar esses resultados.

Tabela 11

Regressões painel dinâmico – GMM

Painel A: Estimação do modelo pelo *Generalized Method of Moments*

Variável dependente: Capex/At	Brasil	Canadá
	Modelo 7	Modelo 8
Capex/At _(t-1)	0.538** (0.258)	0.771*** (0.148)
Ger(Q)	-0.816* (0.480)	-0.030 (0.186)
Alav _(t-1)	-0.118 (0.168)	0.117 (0.103)
Tam _(t-1)	0.109 (0.138)	-0.010 (0.050)
Qtobin _(t-1)	0.145 (0.151)	0.294 (0.188)
Tang _(t-1)	0.286*	0.061

	(0.169)	(0.066)
FCO _(t-1)	-0.106	-0.134
	(0.145)	(0.102)
Ide	0.000	-0.071
	(0.000)	(0.108)
PIB	-0.223*	-0.052
	(0.119)	(0.090)
Constante	0.000	0.000
	(0.000)	(0.000)
Efeito fixo do ano	Sim	Sim
Efeito fixo do setor	Não	Não
Observações	231	274
Número de empresas	73	78
Número de Instrumentos	29	30
Painel B: Testes de especificação dos modelos		
AR(2)	-1.28	-1.12
Teste de Hansen	13.45	18.12
Hansen-difference	0.41	1.34

Nota. 1. O modelo geral estimado é:
 $Capex / At_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Capex / At_{i,t-1} + \beta_2 Ger(Q)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t-1}^k + \varepsilon_{i,t}$

2. Os valores apresentados entre parênteses correspondem às estatísticas t dos coeficientes.

3. *, ** e *** correspondem aos níveis de significâncias de 10%, 5% e 1% respectivamente.

4. *Capex/At*: investimentos; *Ger(Q)*: quantidade de membros do conselho de administração e diretorias conectados politicamente; *Alav_(t-1)*: alavancagem; *Tam_(t-1)*: tamanho das empresas; *Tang_(t-1)*: tangibilidade; *Qtobin_(t-1)*: Q de Tobin; *FCO_(t-1)*: fluxo de caixa operacional; *Ide*: ideologia política corresponde ao governo do Partido dos Trabalhadores (Brasil) e do governo do Primeiro-Ministro Stephen Harper (Canadá); *PIB*: Produto Interno Bruto.

Conforme se observa na Tabela 11, a variável *Ger(Q)* impactou negativamente, ao nível de 10%, nos investimentos das empresas listadas no Brasil. O resultado é inverso ao sinal esperado e aos achados apresentados pelas estimações anteriores. A utilização do painel dinâmico com GMM indica que, controlado os problemas de endogeneidade, a quantidade de membros conectados politicamente pode conduzir à queda dos investimentos empresariais.

Apesar do achado não ser consistente com as evidências decorrentes do Modelo 8, apresenta-se indícios que a endogeneidade, relacionada à omissão de variáveis relevantes, simultaneidade entre as variáveis dependente e independente ou do erro de mensuração, interferem na relação investigada. Isso pode sugerir que quanto maior a quantidade de gestores conectados, menores serão os investimentos na aquisição de instalações e equipamentos.

Os resultados ainda indicam que a diversidade de gestores conectados pode induzir a conflitos de interesses que são refletidos negativamente nos investimentos empresariais. Ao analisar o currículo dos gestores considerou-se a atuação profissional no âmbito do governo federal e estadual, percorrendo os cargos no poder executivo e legislativo de cada esfera governamental. Dada a diversidade de agentes políticos como gestores das empresas e a necessidade de atender a interesses específicos, as empresas podem ser influenciadas por esses fatores nas decisões de investimentos que, consequentemente, resultam no impacto

negativo na aquisição de instalações e equipamentos. Para Chen et al. (2011), os gestores conectados podem intervir nas decisões de investimentos das empresas em benefício próprio, como forma de maximizar o apoio eleitoral.

Nessa direção, Bertrand et al. (2018) sugerem que o impacto negativo das conexões políticas nos investimentos pode ser uma forma de retribuição de favores das empresas ao poder político. Ao analisar as redes políticas estabelecidas na França, os autores evidenciaram que os CEOs conectados alteraram os investimentos em instalações com intuito de gerar mais empregos para, assim, ajudar os políticos na campanha de reeleição. Essa decisão operacional permitiu que as empresas conectadas obtivessem menor lucratividade que seus pares não conectados. Os achados reforçam os efeitos negativos das conexões políticas nos investimentos empresariais.

No contexto canadense, a variável $Ger(Q)$ permanece sem significância estatística indicando a consistência dos achados independente da abordagem econométrica utilizada. O resultado não permite confirmar a hipótese 2 que estabelece um impacto positivo e significativo das conexões políticas nos investimentos das empresas listadas nesse ambiente. Perante o exposto, constata-se que o crescimento no uso das conexões políticas pelas empresas situadas no Canadá não interfere nos investimentos mensurados pelo $Capex/At$. Entretanto, permite investigar quais outros recursos e vantagens as redes políticas proporcionam às empresas em ambientes institucionais desenvolvidos, como o canadense.

É importante ressaltar que as empresas listadas no Canadá estão sujeitas às menores restrições financeiras do que as empresas listadas no Brasil. Para tanto, as conexões políticas podem influenciar o acesso a financiamentos em instituições financeiras governamentais no contexto brasileiro, principalmente no que tange ao acesso ao BNDES que é a principal agência que disponibiliza recursos a longo prazo no Brasil.

3.6 CONCLUSÕES

Essa pesquisa teve como objetivo investigar os efeitos das conexões políticas, estabelecidas pelo *background* político dos membros do conselho de administração e diretorias, nos investimentos das empresas listadas no Brasil e no Canadá. Para tanto, analisou-se mais de 39 mil currículos dos gestores brasileiros para identificar o *background* político e elaborar a variável de interesse dessa pesquisa, as conexões políticas. Os dados das redes políticas estabelecidas pelas empresas canadenses são provenientes do estudo de Dicko et al (2019).

Apesar de estudos anteriores identificarem que as conexões políticas são recorrentes às empresas listadas em ambientes institucionais frágeis, com mercado de capitais pouco desenvolvido e considerados mais corruptos; o campo analisado nesta pesquisa releva um outro cenário. No Canadá, há consolidação e crescimento das conexões políticas, enquanto no Brasil há redução no uso dessa estratégia pelas empresas.

O presente estudo é útil por amplificar a compreensão do estabelecimento das conexões políticas em ambientes institucionais antagônicos e examinar seus efeitos em decisões estratégicas empresariais que se materializam nos investimentos captados pelo *Capex/At*.

Os resultados documentados para o ambiente brasileiro demonstram que as redes políticas dos gestores impactam positiva e significativamente nos investimentos, mensurados pelo *Capex/At*. Estes achados foram identificados pelo uso da variável *dummy* para captar as conexões políticas e ratificado pelo controle da endogeneidade ao aplicar o GMM ao modelo de dados em painel. Desta forma, os resultados são consistentes e dão suporte a hipótese 1 que evidencia os efeitos positivos e significativos das conexões políticas nos investimentos empresariais. O resultado reforça a robustez e consistência do modelo independente da abordagem econométrica adotada.

Entre as implicações dos achados, destaca-se o uso estratégico das conexões políticas pelas empresas brasileiras, principalmente em períodos de maior instabilidade política como o identificado no Brasil e associado ao *impeachment* da Presidente Dilma Rousseff. Estudos que abordam a Teoria da Dependência de Recursos indicam que as conexões políticas são acessadas em períodos de maior instabilidade política e permitem ganhos competitivos às empresas conectadas. Além disto, sugere que mesmo diante da redução no uso do *background* político, essas redes são traduzidas no aumento dos investimentos empresariais.

Em relação ao efeito das conexões políticas mensuradas pela quantidade de membros conectados, encontrou-se efeito negativo ao corrigir os problemas causados pela endogeneidade. Este comportamento pode estar associado aos interesses conflitantes dos gestores conectados que podem influenciar as decisões empresariais. Essa interferência pode ser materializada pelo aumento na geração empregos em períodos eleitorais ou pelas doações financeiras às campanhas eleitorais que, de forma conjunta, podem comprometer a alocação e os investimentos das empresas. O efeito anunciado pode ser intensificado conforme aumenta-se a quantidade de gestores conectados politicamente, visto que estes agentes estão associados às diferentes esferas governamentais (federal ou estadual), bem como aos poderes de cada esfera (legislativa ou executivo). Desta forma, os gestores conectados podem

influenciar a dinâmica empresarial, com destaque para os investimentos, de acordo com seu *background* político.

Em conjunto, os achados sugerem que a qualidade da conexão política é, por vezes, mais importante do que a quantidade de gestores conectados. Enquanto a quantidade de membros conectados impacta negativamente nos investimentos empresariais, o fato de estar associado ao governo promove efeito positivo na aquisição de instalações e equipamentos. Este efeito ainda é superior quando é controlada a endogeneidade do modelo. Desta forma, os achados descortinam a composição das conexões políticas e amplificam a necessidade de estudos que identifiquem e explorem a formação do *background* político dos gestores.

Ao contexto canadense, não se evidenciou a relação positiva e estatisticamente significativa entre as conexões políticas e o *Capex/At*. Dessa forma, a hipótese 2 não se confirmou. Os resultados encontrados são robustos, visto que permaneceram constantes mesmo com a correção dos problemas de endogeneidade. Ao considerar o panorama institucional, nota-se que as empresas pouco foram impactadas por mudanças políticas ou institucionais que poderiam ativar as conexões políticas. Apesar da modificação na política do governo federal, por meio das eleições transcorridas em 2015, que elegeu o Primeiro-Ministro Justin Trudeau, não há anúncios de rupturas institucionais ou na transposição das políticas públicas decorrentes do governo eleito. Destaca-se, no entanto, que as denúncias de corrupção envolvendo o Primeiro-Ministro Justin Trudeau não são abrangidas, visto que ocorreram no intervalo temporal não contemplado nesta pesquisa. Perante o exposto, constata-se que o crescimento no uso das conexões políticas pelas empresas situadas no Canadá ainda não interfere nos investimentos mensurados pelo *Capex/At*.

É importante ressaltar que as empresas listadas no Canadá estão sujeitas às menores restrições financeiras do que as empresas listadas no Brasil. Para tanto, as conexões políticas podem influenciar o acesso a financiamentos em instituições financeiras governamentais no contexto brasileiro, principalmente no que tange ao acesso ao BNDES que é a principal agência que disponibiliza recursos a longo prazo.

O estudo resulta em implicações práticas aos investidores, órgãos reguladores e *stakeholders* no que tange ao reconhecimento da interferência do *background* político dos gestores na dinâmica empresarial; e instiga que essas informações sejam comunicadas aos agentes interessados de forma clara e evidente. Para reconhecimento das redes políticas ainda é necessário acessar o currículo profissional de cada gestor, o que poderia ser comunicado em relatórios contábeis como no Formulário de Referência, divulgado anualmente pelas empresas de capital aberto no Brasil, e no Formulário 2I da TSX, para o Canadá.

Por fim, sugere-se que pesquisas futuras investiguem se outras formas de estabelecer as conexões políticas intensificam os efeitos nos investimentos empresariais. Sugere-se examinar se os efeitos das conexões políticas nos investimentos são identificáveis no desempenho ou no valor de mercado. Estudos futuros ainda podem explorar a formação e composição das conexões políticas segregando-as conforme a órgão de administração ao qual os gestores estão associados. De forma semelhante, pode-se examinar quais outros recursos e vantagens as redes políticas proporcionam às empresas em ambientes institucionais desenvolvidos, como o canadense.

REFERÊNCIAS

- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (2001). Do Some Outside Directors Play a Political Role? *The Journal of Law and Economics*, 44(1), 179–198. <https://doi.org/10.1086/320271>
- Akey, P. (2015). Valuing changes in political networks: Evidence from campaign contributions to close congressional elections. *Review of Financial Studies*, 28(11), 3188–3223. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv035>
- Albino-Pimentel, J., Dussauge, P., & Shaver, J. M. (2018). Firm non-market capabilities and the effect of supranational institutional safeguards on the location choice of international investments. *Strategic Management Journal*, 39(10), 2770–2793. <https://doi.org/10.1002/smj.2927>
- Almeida, J. E. F., & Dalmácio, F. Z. (2015). The Effects of Corporate Governance and Product Market Competition on Analysts' Forecasts: Evidence from the Brazilian Capital Market. *International Journal of Accounting*, 50(3), 316–339. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2015.07.007>
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29–51. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(94\)01642-D](https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)01642-D)
- Banco Mundial. (2019). Brasil: aspectos gerais. Retrieved from <https://www.worldbank.org/pt/country/brazil/overview>
- Bastos, E. D. S., Rosa, M. P., & Pimenta, M. M. (2016). Os Impactos da Operação Lava Jato e da Crise Internacional do Petróleo nos Retorno Anormais e Indicadores Contábeis da Petrobras 2012-2015. *Pensar Contábil*, 18(67), 49–56.
- Berkman, H., Cole, R. A., & Fu, L. J. (2010). Political Connections and Minority-Shareholder Protection: Evidence from Securities-Market Regulation in China. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(6), 1391–1417.
- Bertrand, M., Kramarz, F., Schoar, A., & Thesmar, D. (2018). The Cost of Political Connections. *Review of Finance*, 22(3), 849–876. <https://doi.org/10.1093/rof/rfy008>
- Blau, B. M., Brough, T. J., & Thomas, D. W. (2013). Corporate lobbying, political

- connections, and the bailout of banks. *Journal of Banking and Finance*, 37(8), 3007–3017. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.04.005>
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115–143. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- Bodnaruk, A., Massa, M., & Yadav, V. (2017). Family ownership, country governance, and foreign portfolio investment. *Journal of Empirical Finance*, 41, 96–115. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2017.01.002>
- Bonardi, J. P., Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2005). The attractiveness of political markets: Implications for firm strategy. *Academy of Management Review*, 30(2), 397–413. <https://doi.org/10.5465/AMR.2005.16387895>
- Borghesi, R., Houston, J. F., & Naranjo, A. (2014). Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interests. *Journal of Corporate Finance*, 26, 164–181. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.03.008>
- Boubakri, N., Cosset, J.-C., & Saffar, W. (2012). The impact of political connections on firms' operating performance and financing decisions. *The Journal of Financial Research*, 35(3), 397–423. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2012.01322.x>
- Brown, J. L., Drake, K., & Wellman, L. (2015). The benefits of a relational approach to corporate political activity: Evidence from political contributions to tax policymakers. *Journal of the American Taxation Association*, 37(1), 69–102. <https://doi.org/10.2308/atax-50908>
- Camilo, S. P. O., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2012). Conexões Políticas e Desempenho: um Estudo das Firms Listadas na BM&FBovespa. *Revista de Administração Contemporânea*, 16(6), 784–805. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552012000600003>
- Chaster, S. (2018). Public Procurement and the Charbonneau Commission: Challenges in Preventing and Controlling Corruption. *Appeal: Review of Current Law and Law Reform*, 23, 121–148. Retrieved from <https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/appeal23&id=131&div=10&collection=journals>
- Chen, C. J. P., Li, Z., Su, X., & Sun, Z. (2011). Rent-seeking incentives, corporate political connections, and the control structure of private firms: Chinese evidence. *Journal of Corporate Finance*, 17(2), 229–243. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.09.009>
- Chen, Li, Y., Luo, D., & Zhang, T. (2017). Helping hands or grabbing hands? An analysis of political connections and firm value. *Journal of Banking and Finance*, 80, 71–89. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.03.015>
- Cheng, L. T. W., Chan, R. Y. K., & Leung, T. Y. (2018). Impact of perk expenditures and marketing expenditures on corporate performance in China: The moderating role of political connections. *Journal of Business Research*, 86, 83–95. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.01.046>

- Christensen, D. M., Mikhail, M. B., Walther, B. R., & Wellman, L. A. (2017). From K street to wall street: Political connections and stock recommendations. *Accounting Review*, 92(3), 87–112. <https://doi.org/10.2308/accr-51550>
- Claessens, Feijen, E., & Laeven, L. (2008). Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 554–580. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.11.003>
- Code of ethics and conduct of the Members of the National Assembly. Code of ethics and conduct of the Members of the National Assembly (2010). Canada. Retrieved from <http://legisquebec.gouv.qc.ca/en/showDoc/cs/C-23.1?&digest=>
- Costa, M., Bandeira-de-Mello, R., & Marcon, R. (2013). Influência da Conexão Política na Diversificação dos grupos empresariais brasileiros. *Revista de Administração de Empresas*, 53(4), 376–387.
- Cull, R., Li, W., Sun, B., & Xu, L. C. (2015). Government connections and financial constraints: Evidence from a large representative sample of Chinese firms. *Journal of Corporate Finance*, 32(71302029), 271–294. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.012>
- Cutillas Gomariz, M. F., & Sánchez Ballesta, J. P. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking and Finance*, 40(1), 494–506. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.013>
- Dicko. (2016). Firms Political Connections and Winning Government Contracts. *International Journal of Economics and Finance*, 8(2), 19–32. <https://doi.org/10.5539/ijef.v8n2p19>
- Dicko, S. (2017). Political connections, ownership structure and quality of governance. *International Journal of Managerial Finance*, 13(4), 358–377. <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2017-0010>
- Dicko, S., & El Ibrami, H. (2013). Directors' Connections, Financial Resources and Performance: An In-Depth Analysis of Canadian Companies. *International Journal of Business and Management*, 8(10). <https://doi.org/10.5539/ijbm.v8n10p1>
- Dicko, S., Khemakhem, H., & Zogning, F. (2019). Political connections and voluntary disclosure: the case of Canadian listed companies. *Journal of Management and Governance*, (0123456789). <https://doi.org/10.1007/s10997-019-09471-3>
- Duchin, R., & Sosyura, D. (2012). The politics of government investment. *Journal of Financial Economics*, 106(1), 24–48. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.04.009>
- Faccio, M. (2006). Politically Connected Firms. *The American Economic Review*, 96(1), 369–386.
- Fernández-Méndez, García-Canal, E., & Guillén, M. F. (2018). Domestic political connections and international expansion: It's not only 'who you know' that matters. *Journal of World Business*. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2018.03.006>
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2006). Are Busy Boards Effective Monitors? *The Journal of*

Finance, LXI(2), 689–724.

- Filip, A., Labelle, R., & Rousseau, S. (2015). Legal regime and financial reporting quality. *Contemporary Accounting Research*, 32(1), 280–307. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12071>
- Fisman, R. (2001). Estimating the value of political connections. *American Economic Review*, 91(4), 1095–1102. <https://doi.org/10.1257/aer.91.4.1095>
- Galesne, A., Fensterseifer, J. E., & Lamb, R. (1999). *Decisões de investimentos da empresa*. (Atlas, Ed.). São Paulo.
- Golubkov, D. (2016). *Corporate Political Connections in Russia and their implications for Firm-Level Operational, Financial, and Investment Activities*. ESSEC Business School.
- González-Bailon, S., Jennings, W., & Lodge, M. (2013). Politics in the Boardroom: Corporate Pay, Networks and Recruitment of Former Parliamentarians, Ministers and Civil Servants in Britain. *Political Studies*, 61(4), 850–873. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9248.2012.00994.x>
- Gray, S., Harymawan, I., & Nowland, J. (2016). Political and government connections on corporate boards in Australia: Good for business? *Australian Journal of Management*, 41(1), 3–26. <https://doi.org/10.1177/0312896214535788>
- Habib, A., Ranasinghe, D., Muhammadi, A. H., & Islam, A. (2018). Political connections, financial reporting and auditing: Survey of the empirical literature. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 31(May), 37–51. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2018.05.002>
- Haris, M., Yao, H., Tariq, G., Javaid, H. M., & Ul Ain, Q. (2019). Corporate governance, political connections, and bank performance. *International Journal of Financial Studies*, 7(4). <https://doi.org/10.3390/ijfs7040062>
- Henisz, W. J. (2000). The institutional environment for economic growth. *Economics and Politics*, 12(1), 1–31. <https://doi.org/10.1111/1468-0343.00066>
- Hillman, A. J. (2005). Politicians on the board of directors: Do connections affect the bottom line? *Journal of Management*, 31(3), 464–481. <https://doi.org/10.1177/0149206304272187>
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of Directors and Firm Performance : Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383–396.
- Hillman, A. J., Keim, G. D., & Schuler, D. (2004). Corporate Political Activity: A Review and Research Agenda, 30(6), 837–857. <https://doi.org/10.1016/j.jm.2004.06.003>
- Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. (2009). Resource dependence theory: A review. *Journal of Management*, 35(6), 1404–1427. <https://doi.org/10.1177/0149206309343469>
- Houston, J. F., Jiang, L., Lin, C., & Ma, Y. (2014). Political connections and the cost of bank

- loans. *Journal of Accounting Research*, 52(1), 193–243. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12038>
- Huang, K., Fang, S., Xu, C., & Qian, X. (2019). Effect of political connections on corporate financial constraints: new evidence from privatization in China. *Applied Economics Letters*, 26(8), 638–644. <https://doi.org/10.1080/13504851.2018.1489104>
- Jackowicz, K., Kozłowski, L., & Mielcarz, P. (2016). Financial constraints in Poland. The role of size and political connections. *Argumenta Oeconomica*, 36(1), 225–239. <https://doi.org/10.15611/aoe.2016.1.09>
- Jain, A. K. (2017). Fighting corruption: contemporary measures in Canada. *Canadian Foreign Policy Journal*, 23(1), 93–116. <https://doi.org/10.1080/11926422.2016.1270846>
- Jia, J., & Ma, G. (2017). Do R&D tax incentives work? Firm-level evidence from China. *China Economic Review*, 46(November 2016), 50–66. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2017.08.012>
- Khan, A., Mihret, D. G., & Muttakin, M. B. (2016). Corporate political connections, agency costs and audit quality. *International Journal of Accounting and Information Management*, 24(4), 357–374. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-05-2016-0061>
- Kuronuma, C. R., Okimura, R. T., & Sales, G. A. W. (2017). *BNDES e Favorecimento às Empresas com Conexões Políticas* (No. XVIII USP International Conference in Accounting). São Paulo.
- Lana, J. (2017). *Time is Money: o efeito temporal das estratégias políticas corporativas*. Fundação Getúlio Vargas.
- Lazzarini, S. G., Musacchio, A., Bandeira-de-Mello, R., & Marcon, R. (2015). What do state-owned development banks do? Evidence from BNDES, 2002–09. *World Development*, 66, 237–253. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2014.08.016>
- Lee, S. H., Ozer, M., & Baik, Y. S. (2018). The impact of political connections on government bailout: the 2008 credit crunch in the United States. *Economics of Governance*, 19(4), 1–17. <https://doi.org/10.1007/s10101-018-0205-4>
- Lehne, J., Shapiro, J. N., & Vanden Eynde, O. (2018). Building connections: Political corruption and road construction in India. *Journal of Development Economics*, 131, 62–78. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2017.10.009>
- Lei n. 8.112, B. Lei N° 8.112, De 11 De Dezembro De 1990 (1990). Brasil.
- Lei n.6.404, B. Lei das Sociedades por Ações (1976). Brasil. Retrieved from http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm
- Lester, R. H., Hillman, A., Zardkoohi, A., & Cannella, A. A. (2008). Former government officials as outside directors: The role of human and social capital. *Academy of Management Journal*, 51(5), 999–1013. <https://doi.org/10.5465/AMJ.2008.34789675>
- Li, J., Meyer, K. E., Zhang, H., & Ding, Y. (2017). Diplomatic and corporate networks: Bridges to foreign locations. *Journal of International Business Studies*, 49(6), 1–25.

<https://doi.org/10.1057/s41267-017-0098-4>

- Li, L. (2013). TARP funds distribution and bank loan supply. *Journal of Banking and Finance*, 37(12), 4777–4792. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.08.009>
- Ling, L., Zhou, X., Liang, Q., Song, P., & Zeng, H. (2016). Political connections, overinvestments and firm performance: Evidence from Chinese listed real estate firms. *Finance Research Letters*, 18, 328–333. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.05.009>
- Liu, Q., Pan, X., & Tian, G. G. (2018). To what extent did the economic stimulus package influence bank lending and corporate investment decisions? Evidence from China. *Journal of Banking and Finance*, 86, 177–193. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.04.022>
- Lopes, A. B., & Walker, M. (2008). *Firm-Level Incentives and the Informativeness of Accounting Reports: an experiment in Brazil*. American Accounting Association Annual Meeting. Anaheim, EUA.
- Lopes, A. D. (2016). *Financiamento de campanhas eleitorais e empréstimos do BNDES: lobby e interesses privados*. Universidade Federal de Goiás. Retrieved from <http://repositorio.bc.ufg.br/tede/bitstream/tede/5907/5/Dissertação - Alex Diniz Lopes - 2016.pdf>
- Lopes, A. E. M. P. (2017). Dependência de recursos e custos de transação: rumo a um modelo convergente. *Gestão & Produção*, 24(4), 806–813. <https://doi.org/10.1590/0104-530x2819-16>
- López-Iturriaga, F. J., & Martín, D. J. S. (2019). The payout policy of politically connected firms: Tunnelling or reputation? *North American Journal of Economics and Finance*, 50(May), 101025. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.101025>
- Luo, D., & Ying, Q. (2014). Political Connections and Bank Lines of Credit. *Emerging Markets Finance and Trade*, 50(s3), 5–21. <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X5003S301>
- Machold, S., Huse, M., Minichilli, A., & Nordqvist, M. (2011). Board leadership and strategy involvement in small firms: A team production approach. *Corporate Governance: An International Review*, 19(4), 368–383. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00852.x>
- Medeiros, C. R. de O., & Silveira, R. A. da. (2017). A Petrobrás nas teias da corrupção: mecanismos discursivos da mídia brasileira na cobertura da Operação Lava Jato. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 31(34), 11–20. <https://doi.org/10.11606/rco.v11i31.134817>
- Menzio, A., Urtiaga, M. G., & Vannoni, D. (2012). Board composition, political connections, and performance in state-owned enterprises. *Industrial and Corporate Change*, 21(3), 671–698. <https://doi.org/10.1093/icc/dtr055>
- Ministério Público Federal, P. (2019). Operação Lava Jato. Retrieved from <http://www.mpf.mp.br/grandes-casos/lava-jato>

- Pan, & Tian, G. G. (2017). Political connections and corporate investments: Evidence from the recent anti-corruption campaign in China. *Journal of Banking and Finance*, 1–15. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.03.005>
- Parliament of Canada Act. Parliament of Canada Act (1985). Canada. Retrieved from <https://laws-lois.justice.gc.ca/eng/acts/p-1/FullText.html>
- Pfeffer, J., & Salancik, G. (1978). The External Control of Organizations: a resource dependence perspective. Retrieved from http://web.unitn.it/files/download/12425/the_external_control_of_organizations_ch3_pfeffer.pdf
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (2003). *The External Control of Organizations: a resource dependence perspective*. (S. B. Books, Ed.). California.
- Pinheiro, B. G., De Luca, M. M. M. M., & Vasconcelos, A. C. (2016). Conexões Políticas nas maiores companhias listadas na BM&FBovespa. *Revista Eletrônica de Administração*, 1(3), 394–418.
- Polsiri, P., & Jiraporn, P. (2012). Political connections, ownership structure, and financial institution failure. *Journal of Multinational Financial Management*, 22(1–2), 39–53. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2012.01.001>
- Rocha, D. (2011). *Relações entre dispêndios do BNDES e financiamento eleitoral no governo Lula: uma análise empírica* (No. 35 ncontro Anual da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Ciências Sociais-ANPOCS). 35º Encontro Anual da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Ciências Sociais - ANPOCS. Caxambu-MG.
- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *Stata Journal*, 9(1), 86–136. <https://doi.org/10.1177/1536867x0900900106>
- Saad, C. (2016). Polícia Federal cumpre 33 mandados em nova fase da operação Zelotes. Retrieved from <http://g1.globo.com/politica/noticia/2015/10/policia-federal-cumpre-3-etapa-da-operacao-zelotes.html>
- Saeed, A., Belghitar, Y., & Clark, E. (2017). Political connections and firm operational efficiencies: evidence from a developing country. *Review of Managerial Science*, 11(1), 191–224. <https://doi.org/10.1007/s11846-015-0185-5>
- Saeed, Belghitar, Y., & Clark, E. (2016). Do Political Connections Affect Firm Performance? Evidence from a Developing Country. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(8), 1876–1891. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2015.1041845>
- Santana, C. V. S., Santos, L. P. G. dos, Carvalho Júnior, C. V. de O., & Martinez, A. L. (2020). Investor sentiment and earnings management in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 31(83), 283–301. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201909130>
- Santos, R. B. dos. (2016). *A Prática da Gestão de Riscos Financeiros e Geração de Valor ao Acionista: um estudo das empresas brasileiras não financeiras*. <https://doi.org/10.1109/ciced.2018.8592188>

- Sena, T. S., Lana, J., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2016). A Influência da Conexão Política nos Ativos Intangíveis. *Brazilian Journal of Quantitative Methods Applied to Accounting*, 3(1), 32–51.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Politicians and Firms. *Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 995–1025. Retrieved from <https://scholar.harvard.edu/shleifer/publications/politicians-and-firms>
- Silva, J. C., Xavier, W. G., Gambirage, C., & Camilo, S. P. O. (2018). A influência das conexões políticas no custo de capital e no desempenho das empresas listadas na B3. *Brazilian Business Review*, 7(1), 317–330.
- Sojli, E., & Tham, W. W. (2017). Foreign political connections. *Journal of International Business Studies*, 48(2), 244–266. <https://doi.org/10.1057/s41267-016-0059-3>
- Staglianò, R., & Andrieu, G. (2017). Impact of the growth opportunities of influential firms on future investment intentions: A cross-country study. *Finance Research Letters*, 21, 235–240. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.12.009>
- Stern, I., & Westphal, J. D. (2010). Stealthy Footsteps to the Boardroom: *Administrative Science Quarterly*, 55, 278–319.
- Sztutman, A. M., & Aldrichi, D. M. (2012). *Financiamento das campanhas eleitorais de 2006 por grupos econômicos e empréstimos do BNDES* (No. XII). Rio de Janeiro.
- Tahoun, A. (2014). The role of stock ownership by US members of Congress on the market for political favors. *Journal of Financial Economics*, 111(1), 86–110. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.10.008>
- Tihanyi, L., Aguilera, R. V., Heugens, P., van Essen, M., Sauerwald, S., Duran, P., & Turtura, R. (2019). State Ownership and Political Connections. *Journal of Management*, XX(X), 1–29. <https://doi.org/10.1177/0149206318822113>
- Trevisan, M. (2013). *A ecologia industrial e as teorias de sistemas, institucional e da dependência de recursos a partir dos atores de um parque tecnológico*. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. <https://doi.org/10.1590/s0102-33061996000200017>
- Wag, Z. (2018). *Three essays in corporate investment decisions*. University of California.
- Wang, F., Xu, L., Zhang, J., & Shu, W. (2018). Political connections, internal control and firm value: Evidence from China's anti-corruption campaign. *Journal of Business Research*, 86, 53–67. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.01.045>
- Wang, Wei, Y., & Song, F. M. F. M. (2017). Uncertainty and corporate R&D investment: Evidence from Chinese listed firms. *International Review of Economics and Finance*, 47(October 2016), 176–200. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2016.10.004>
- Wang, & Xu, H. (2011). Government intervention in investment by Chinese listed companies that have diversified into tourism. *Tourism Management*, 32(6), 1371–1380. <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2011.01.012>
- Wang, Zhang, H. M., Tsai, S. B., Wu, L. D., Xue, K. K., Fan, H. J., ... Chen, Q. (2018).

- Does a Board Chairman's Political Connection Affect Green Investment?-From a Sustainable Perspective. *Sustainability*, 10(3), 1–14. <https://doi.org/10.3390/su10030582>
- Wellman, L. A. (2017). Mitigating political uncertainty. *Review of Accounting Studies*, 22(1), 217–250. <https://doi.org/10.1007/s11142-016-9380-0>
- Wong, & Hooy, C. W. (2018). Do types of political connection affect firm performance differently? *Pacific Basin Finance Journal*, 51, 297–317. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.08.009>
- Wooldridge, J. M. (2016). *Introdução à econometria: uma abordagem moderna* (6th ed.). São Paulo: Cengage Learning.
- Wu, Li, S., Ying, S. X., & Chen, X. (2019). Politically connected CEOs, firm performance, and CEO pay. *Journal of Business Research*, 91, 169–180.
- Wu, W., Wu, C., & Rui, O. M. (2012). Ownership and the Value of Political Connections: Evidence from China. *European Financial Management*, 18(4), 695–729. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2010.00547.x>
- Xu, & Yano, G. (2016). How does anti-corruption affect corporate innovation? Evidence from recent anti-corruption efforts in China. *Journal of Comparative Economics*, 45(3), 498–519. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2016.10.001>
- Zahra, S. A., & Filatotchev, I. (2004). Governance of the Entrepreneurial Threshold Firm: A Knowledge-based Perspective Shaker A . Zahra and Igor Filatotchev. *Journal of Management Studies*, 41(July), 885–897. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2004.00458.x>
- Zhang. (2017). Political connections and corporate environmental responsibility: Adopting or escaping? *Energy Economics*, 68, 539–547. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2017.10.036>
- Zhang, A. (2019). *Three Essays on the role of political connections in corporate finance*. Concordia University.
- Zhao, Chen, X., & Hao, Y. (2018). Monetary policy, government control and capital investment: Evidence from China. *China Journal of Accounting Research*, 11, 233–254. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2018.04.002>
- Zhao, X., Wan, D., & Xu, H. (2013). Political connections and the efficiency of capital allocation through bond financing in Chinese listed companies. *Emerging Markets Finance and Trade*, 49(SUPPL2), 158–170. <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X4902S209>

APÊNDICE 3.1 - MATRIZ DE CORRELAÇÃO

Painel A: Matriz de correlação das variáveis da amostra de empresas listadas no Brasil

	Capex/At	Ger(D)	Ger(Q)	Tam _(t-1)	Alav _(t-1)	Tang _(t-1)	FCO _(t-1)	Qtobin _(t-1)	Ide (PT)	PIB
Capex/At	1									
Ger(D)	0.169**	1								
Ger(Q)	0.067*	.	1							
Tam _(t-1)	0.250**	0.292**	-0.240**	1						
Alav _(t-1)	-0.104**	-0.060**	0.117**	-0.038	1					
Tang _(t-1)	0.451**	0.031	0.138**	0.004	0.046*	1				
FCO _(t-1)	0.179**	0.058*	-0.124**	0.207**	-0.190**	-0.073**	1			
Qtobin _(t-1)	0.217**	0.113**	-0.189**	0.243**	-0.130**	-0.088**	0.266**	1		
Ide (PT)	0.163**	0.062**	0.055	-0.013	-0.046*	0.035	0.002	-0.083**	1	
PIB	0.162**	0.065**	0.026	-0.007	-0.055*	0.022	0.011	0.006	0.630**	1

Painel B: Matriz de correlação das variáveis da amostra de empresas listadas no Canadá

	Capex/At	Ger(D)	Ger(Q)	Tam _(t-1)	Alav _(t-1)	Tang _(t-1)	FCO _(t-1)	Qtobin _(t-1)	Ide (H)	PIB
Capex/At	1									
Ger(D)	-0.100**	1								
Ger(Q)	-0.110**	.	1							
Tam _(t-1)	-0.153**	0.372**	0.443**	1						
Alav _(t-1)	-0.279**	0.207**	0.227**	0.452**	1					
Tang _(t-1)	0.611**	-0.071**	-0.218**	-0.219**	-0.306**	1				
FCO _(t-1)	0.283**	-0.022	0.012	0.034	-0.155**	0.063*	1			
Qtobin _(t-1)	-0.024	-0.055	0.112**	0.065*	-0.009	-0.195**	0.347**	1		
Ide (H)	0.150**	-0.074**	-0.127**	-0.023	-0.049*	-0.013	0.102**	0.045	1	
PIB	0.150**	-0.024	-0.075*	-0.033	-0.015	-0.001	0.065*	-0.033	0.504**	1

Nota. 1. *, ** e *** correspondem aos níveis de significâncias de 10%, 5% e 1% respectivamente.

2. *Capex/At*: investimentos; *Ger(D)*: conexões políticas mensuradas pela variável *dummy* para os membros do conselho de administração ou diretorias; *Ger(Q)*: quantidade de membros do conselho de administração e diretorias conectados politicamente; *Alav_(t-1)*: alavancagem; *Tam_(t-1)*: tamanho das empresas; *Tang_(t-1)*: tangibilidade; *Qtobin_(t-1)*: Q de Tobin; *FCO_(t-1)*: fluxo de caixa operacional; *Ide(PT)*: ideologia política corresponde ao governo do Partido dos Trabalhadores (Brasil); *Ide(H)*: ideologia política correspondente ao governo do Primeiro-Ministro Stephen Harper (Canadá); *PIB*: Produto Interno Bruto.

APÊNDICE 3.2 – ANOVA

Painel A: ANOVA para as empresas listadas no Brasil

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Capex/At	Between Groups	80.755	1	80.755	39.040	0.000
	Within Groups	3350.949	1620	2.068		
	Total	3431.704	1621			
Tam _(t-1)	Between Groups	659.802	1	659.802	140.192	0.000
	Within Groups	8278.570	1759	4.706		
	Total	8938.372	1760			
Alav _(t-1)	Between Groups	8.693	1	8.693	13.457	0.000
	Within Groups	1159.507	1795	0.646		
	Total	1168.200	1796			
Tang _(t-1)	Between Groups	11.065	1	11.065	4.614	0.032
	Within Groups	4232.413	1765	2.398		
	Total	4243.478	1766			
FCO _(t-1)	Between Groups	5.495	1	5.495	5.302	0.021
	Within Groups	1227.205	1184	1.036		
	Total	1232.701	1185			
Qtobin _(t-1)	Between Groups	3.381	1	3.381	9.052	0.003
	Within Groups	473.247	1267	0.374		
	Total	476.628	1268			

Painel B: ANOVA para as empresas listadas no Canadá

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Capex/At	Between Groups	2.719	1	2.719	1.799	0.180
	Within Groups	2511.523	1662	1.511		
	Total	2514.242	1663			
Tam _(t-1)	Between Groups	530.572	1	530.572	216.810	0.000
	Within Groups	3423.604	1399	2.447		
	Total	3954.176	1400			
Alav _(t-1)	Between Groups	26.922	1	26.922	63.721	0.000
	Within Groups	707.696	1675	0.423		
	Total	734.618	1676			
Tang _(t-1)	Between Groups	0.180	1	0.180	0.120	0.729
	Within Groups	2492.798	1662	1.500		
	Total	2492.978	1663			
FCO _(t-1)	Between Groups	0.192	1	0.192	0.340	0.560
	Within Groups	854.313	1510	0.566		
	Total	854.505	1511			
Qtobin _(t-1)	Between Groups	1.463	1	1.463	5.429	0.020
	Within Groups	339.191	1259	0.269		
	Total	340.653	1260			

Nota. Capex/At: investimentos; Alav_(t-1): alavancagem; Tam_(t-1): tamanho das empresas; Tang_(t-1): tangibilidade; Qtobin_(t-1): Q de Tobin; FCO_(t-1): fluxo de caixa operacional.

4. CONEXÕES POLÍTICAS E DESEMPENHO EMPRESARIAL: ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE EMPRESAS LISTADAS NO BRASIL E NO CANADÁ

4.1 INTRODUÇÃO

O governo é uma fonte de incerteza externa para as empresas, e uma maneira de gerenciar esse ambiente é nomear políticos, ou ex-políticos, para o conselho de administração e diretorias (Faccio, 2006; Hillman, 2005); manter atividades de *lobby* (Durnev, Enikolopov, Petrova, & Santarosa, 2015; Gray, Harymawan, & Nowland, 2016); ou realizar doações às campanhas eleitorais de partidos ou comitês políticos (Claessens, Feijen, & Laeven, 2008). O estabelecimento dessas relações está centrado na perspectiva de que os governos e os atores políticos moldam o ambiente de negócios de modo que suas decisões impactam a dinâmica empresarial. Dessa forma, estabelecer laços com agentes governamentais compreende um mecanismo estratégico (Hillman, 2005), capaz de garantir recursos e gerenciar o ambiente desafiador das empresas (Pfeffer e Salancik, 2003).

As diferentes formas de interações entre empresas e o governo são reconhecidas na literatura como conexões políticas. Estes fenômenos são recorrentes em diferentes países e têm atraído o interesse dos pesquisadores (Fernández-Méndez *et al.*, 2018). Estudos têm apontado que o relacionamento entre empresas e o governo proporcionam vantagens às organizações que incluem acesso facilitado a financiamentos em bancos governamentais (Claessens *et al.*, 2008); aumento nas chances de adquirir contratos (Tahoun, 2014); menores restrições financeiras, aumento no capital disponível e, por vezes, conduzem a investimentos mais eficientes. Nesse cenário, as empresas conectadas apresentam maior desempenho (Camilo, 2011; Wu *et al.*, 2018).

Entretanto, se os recursos financeiros, alcançados por meio das conexões políticas, não forem utilizados de forma eficiente, podem afetar negativamente o desempenho empresarial. A interferência política na administração da empresa, aliada à capacidade limitada dos gestores em aplicar esses recursos, também pode ser fator prejudicial ao desempenho. Nesse sentido, Bertrand, Kramarz, Schoar, e Thesmar (2018) identificaram que empresas conectadas retribuíram favores aos políticos franceses, no que tange à geração de empregos em períodos eleitorais. Por meio dessa decisão política, o resultado operacional e o desempenho das empresas foram inferiores. De forma semelhante, Chen, Sun, Tang e Wu (2011) constataram que empresas conectadas apresentam menor eficiência na alocação dos investimentos e no desempenho em comparação a seus pares na China. Faccio (2010) apresenta evidências similares ao relatar que empresas conectadas alcançaram taxas inferiores de desempenho.

Os estudos que analisam os efeitos das conexões políticas em múltiplos ambientes demonstram que estas redes são recorrentes em países que impõem mais restrições a investimentos estrangeiros, percebidos como mais corruptos e com mercado de capitais incipiente (Berkman, Cole, & Fu, 2010; Faccio, 2006; Saeed, Belghitar, & Clark, 2017; Shleifer & Vishny, 1994). Nesses ambientes, os efeitos das conexões políticas sobre o desempenho empresarial seriam maiores visto que as redes políticas passariam a substituir as instituições legais e resultariam em ganhos competitivos às entidades que utilizam dessa estratégia.

No entanto, as modificações na estrutura sociopolítica dos países podem alterar ou intensificar os efeitos das conexões políticas. Cui, Hu, Li e Meyer (2018) apresentam que os sistemas políticos moldam o desenvolvimento e implementação das interações entre empresas e o governo. Em ambientes democráticas, a alternância de partidos políticos pode induzir as empresas a alterarem os gestores conectados politicamente, de modo que novas redes com políticos eleitos sejam estabelecidas (Wellman, 2017). Nesse aspecto, fatores institucionais podem promover alterações na existência e efetividade das conexões políticas. Assim, as empresas podem recorrer às redes políticas em momentos apropriados para reduzir a incerteza e promover ganhos substanciais (Bonardi, Hillman, & Keim, 2005).

Neste cenário, faz-se interessante ressaltar as modificações na formação das conexões políticas, estabelecidas pelo *background* dos gestores, nas empresas listadas no Brasil e no Canadá. O Brasil desponta como cenário propício para a formação das conexões políticas, dado o nível institucional em comparação ao contexto canadense. No entanto, as redes políticas formadas pelo *background* político dos gestores, que compõem o conselho de administração e as diretorias, apresentaram contração a partir de 2014. A instabilidade política decorrente do processo da reeleição da Presidente Dilma Rousseff e seu *impeachment*, em 2016, aliada às alterações na dinâmica governamental do país, é fator que, potencialmente, contribuiu para as modificações na estrutura das conexões políticas no país.

Ao contexto canadense, Dicko (2017) constatou a proliferação das conexões políticas ao corresponder a mais de 50% das empresas listadas no Índice S&P/TSX, frente aos 2% evidenciados por Faccio (2006). Os estudos desenvolvidos nesse ambiente institucional demonstram que as conexões políticas impactam o comportamento empresarial ao promover: maior desempenho, maior acesso a contratos com o governo, menor governança corporativa e divulgação voluntária (Dicko, 2016; Dicko, Khemakhem, & Zogning, 2019). Os resultados são contrários aos demonstrados em estudos anteriores e evidenciam as mutações das conexões políticas (Boubakri, Mansi, & Saffar, 2013; Faccio, 2006).

As alterações transcorridas na formação das conexões políticas no Brasil e no Canadá permitem investigar a efetividade dessas redes em ambientes institucionais antagônicos e avaliar seus efeitos no desempenho empresarial. Assim, o presente artigo indaga: quais são os efeitos das conexões políticas, estabelecidas pelo *background* político, no desempenho das empresas listadas no Brasil e no Canadá? Para tanto, analisaram-se as empresas não-financeiras listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3) e na Toronto *Stock Exchange* (TSX), no horizonte de 2010 a 2017. Este estudo baseia-se na Teoria da Dependência de Recursos e sugere que as empresas conectadas garantam recursos junto ao governo e, assim, gerenciem melhor o ambiente externo (Pfeffer & Salancik, 2003). Essa orientação teórica permite avaliar as vantagens competitivas atribuídas pelo governo às empresas e evidenciar as implicações das conexões políticas no comportamento das organizações.

A partir das regressões múltiplas com dados em painel, constata-se que as conexões estabelecidas pelos membros das diretorias proporcionam aumento do retorno do capital investido (*ROIC*) entre as empresas listadas no Brasil e no Canadá. Os resultados sugerem que os diretores conectados alcançam vantagens competitivas que resultam em ganhos financeiros que diferenciam as empresas, em ambos mercados. Os achados são consistentes com a Teoria da Dependência de Recursos e identificam a necessidade de segmentar as redes políticas. Além disso, coloca em evidência o *background* político dos diretores, que ainda é um constructo subexaminado, mas que conduz mudanças no ambiente corporativo.

O estudo adiciona novos fatores de análise à perspectiva da Teoria da Dependência de Recursos ao examinar múltiplos ambientes institucionais que podem impactar essa relação. Desse modo, os resultados complementam as pesquisas anteriores e fornecem uma melhor compreensão do mecanismo institucional, através do qual as conexões políticas estão relacionadas ao aumento do desempenho, isto é, as redes políticas formadas pelos membros das diretorias.

4.2 REFERENCIAL TEÓRICO

4.2.1 Teoria da Dependência de Recursos e a formação das conexões políticas

As relações sociais dos indivíduos podem ser benéficas às organizações, principalmente a partir dos vínculos compartilhados pelos componentes do conselho de administração e das diretorias (Bertrand et al., 2018; Habib, Ranasinghe, Muhammadi, & Islam, 2018). Esses agentes são responsáveis pelas principais decisões organizacionais e as redes sociais estabelecidas por eles podem influenciar nas escolhas realizadas (Fernández-Méndez et al., 2018). Nesse sentido, Breton e Pesqueux (2006) argumentam que as empresas

tornaram-se centros de redes sociais ao concentrarem relações com vários grupos influentes da sociedade, como governos, agências reguladoras, instituições financeiras e outras organizações empresariais. Os autores ainda destacam que essas relações não são unidirecionais, pois as empresas necessitam de grupos influentes da sociedade para obter recursos e os indivíduos que representam esses grupos também necessitam das empresas para atender a seus interesses.

A busca por recursos para atender às necessidades de sobrevivência no ambiente econômico competitivo tem influenciado as empresas a assumirem uma posição proativa, no sentido de estabelecer e usufruir dos laços com agentes de diferentes níveis da sociedade. A Teoria da Dependência de Recursos enfatiza a importância das empresas estabelecerem associações com agentes externos, na tentativa de gerenciar a incerteza ambiental (Pfeffer & Salancik, 2003). Sob as relações de interdependência entre empresas e a sociedade, Breton e Pesqueux (2006) ainda as segmenta em três níveis: macro, intermediário e micro. Ao nível macro, estão agrupadas as relações entre empresas, estados e governos, diferenciando entre si conforme as esferas governamentais em que ocorrem essas interações, seja em nível federal, provincial/estadual, municipal ou regional. O nível intermediário concentra as relações entre empresas e grupos de pressão, pautados pelo *lobby* político; e o nível micro abrange os laços estabelecidos com os *stakeholders*, como clientes, fornecedores, credores e os devedores.

Diante da classificação, as interações ao nível macro permitem às empresas adquirirem recursos duradouros ao associarem-se aos governos. Segundo Hillman (2005), o governo é a principal fonte de incerteza externa às empresas e uma forma de controlar essa incerteza é nomear políticos ou ex-políticos para o conselho de administração e/ou diretorias. Estudos recentes enfatizam que as relações entre empresas e os governos, reconhecidas como conexões políticas, proporcionam benefícios às organizações interligadas.

Ao estabelecer essas conexões políticas, as empresas obtêm, além de contatos governamentais, a experiência e o conhecimento acumulado ao longo da carreira pelos ex-políticos que fazem parte da estrutura de gestão (Hillman & Dalziel, 2003; Machold, Huse, Minichilli, & Nordqvist, 2011; Pfeffer & Pfeffer, 1973; Zahra & Filatotchev, 2004). Dessa forma, os ex-políticos colocam à disposição das empresas suas conexões pessoais e contatos com o governo, o que pode influenciar na qualidade das informações transacionadas nessas redes sociais (Wellman, 2017). Além disto, esses agentes apresentam habilidades interpessoais, desenvolvidas durante suas carreiras políticas, que permitem influenciar indivíduos e estabelecer canais de comunicação com outras instituições (González-Bailon, Jennings, & Lodge, 2013; Stern & Westphal, 2010; Wellman, 2017). Para Pfeffer e Salancik

(2003), esses políticos podem atuar como interlocutores, por exemplo, entre a empresa e órgãos reguladores, devido ao acesso facilitado que o cargo permite.

A presença de agentes políticos no ambiente de gestão empresarial fornece às empresas conhecimento sobre o processo político (Fernández-Méndez et al., 2018). Esse conhecimento pode influenciar as decisões tomadas pelas empresas, na medida em que tendem a seguir ou aliar seus interesses aos do governo (González-Bailon et al., 2013; Hillman, 2005; Lester, Hillman, Zardkoohi, & Cannella, 2008). De forma análoga, os agentes políticos também apresentam a capacidade de antecipar as ações governamentais (Agrawal & Knoeber, 2001). Sob esse prisma, as empresas podem moldar suas estratégias e atingir maior compatibilidade aos interesses governamentais.

Assim, o capital social compartilhado pelos políticos permite à empresa acessar recursos e entender comportamento do governo no que tange ao desenvolvimento de políticas públicas que possam afetar o seu ambiente de negócios.

4.2.2 Efeitos das conexões políticas no desempenho empresarial

As conexões políticas tornaram-se recursos estrategicamente importantes que ajudam as empresas a obter vantagens competitivas. Através das redes sociais dos executivos, as empresas, muitas vezes, mobilizam alianças políticas dentro do governo para obter apoio e tratamento favorável que pode mitigar efetivamente a incerteza ambiental (Pfeffer & Salancik, 2003). Um grupo crescente da literatura tem documentado os benefícios associados às empresas conectadas politicamente, aos quais incluem acesso preferencial a financiamentos em bancos governamentais (Claessens et al., 2008; Hung, Jiang, Liu, Tu, & Wang, 2017); aumento na aquisição de contratos junto ao governo (Dicko, 2016); ou direcionamento dos investimentos conforme a agenda política do governo, o que, em última análise, promove resultados positivos no desempenho empresarial (Bertrand et al., 2018; Wu, Li, Ying, & Chen, 2019).

Evidenciam-se os efeitos positivos proporcionados às empresas conectadas, tanto em pesquisas que analisam países únicos quanto em amostras compostas por múltiplos ambientes institucionais. Ao contexto canadense, por exemplo, Dicko e El Ibrami (2013) observaram que o *background* político dos membros do conselho de administração tem efeito positivo e significativo sobre o desempenho das empresas, mensurado pelo retorno sobre ativos (*ROA*), retorno sobre o patrimônio líquido (*ROE*) e o *market-to-book* (*MTB*). Evidenciou-se, por Dicko e Khemakhem (2015), comportamento semelhante ao analisarem os efeitos do cumprimento dos requisitos de governança corporativa e das conexões políticas sobre o

desempenho financeiro. Os autores constataram que, somente o *background* político tem efeito positivo e significativo no desempenho (*ROA*, *ROE*, *MTB*). Ao combinar os efeitos das conexões políticas com a governança corporativa, o comportamento sobre o desempenho manteve-se positivo e significativo. Verificaram, assim, que as conexões políticas criam valor, especialmente quando as empresas cumprem as normas da diretoria.

Ao utilizar as empresas listadas no Brasil como instrumento de análise, Camilo et al. (2012) constataram que as conexões políticas, mensuradas pelo *background* dos membros do conselho de administração e pela doação financeira às campanhas eleitorais, impactaram positivamente o desempenho da firma, mensurado pelo *Q Tobin* e *MTB*. Os autores destacaram que as conexões políticas são recursos valiosos ao ambiente brasileiro e são mais recorrentes em período de maior incerteza ambiental, como em anos eleitorais. Ao analisar o retorno anormal das empresas em janelas de eventos referentes à nomeação de conselheiros conectados politicamente, Lana e Gama (2016) captaram um impacto positivo e significativo nessa forma de desempenho empresarial. Os autores utilizaram os setores regulados como critério para seleção das empresas. Destaca-se, no entanto, que nesses setores há forte presença de empresas de economia mista e com maior presença de gestores com *background* político. Outros estudos desenvolvidos entre empresas situadas na China (Wong & Hooy, 2018; Wu, Wu, & Wu, 2012); Estados Unidos (Goldman, Rocholl, & So, 2009); e Tunísia (Bencheikh & Taktak, 2017); também evidenciam os efeitos positivos das conexões políticas no desempenho empresarial.

Em relação aos estudos que abordam múltiplos países, Boubakri et al. (2012) analisaram uma amostra composta por 23 países, sendo 12 considerados desenvolvidos e 11 em desenvolvimento. Apesar das diferenças institucionais entre os países, os efeitos das conexões políticas na alavancagem e no desempenho foram superiores ao encontrado entre empresas não conectadas. Os achados sugerem que o uso estratégico das conexões políticas permite diferenciar as empresas quanto ao desempenho, de forma que aquelas empresas que se utilizam das formas alternativas de estabelecer laços com o governo apresentam, conseqüentemente, maior desempenho contábil.

Apesar da convergência do efeito positivo das conexões políticas sobre o desempenho empresarial em ambientes institucionais distintos, as pesquisas sugerem que as redes políticas são predominantes em mercados de capitais pouco desenvolvidos, com alta concentração de propriedade e com risco de expropriação dos acionistas minoritários (Boubakri et al., 2012; Faccio, 2006; Fan, Wong, & Zhang, 2007; Khwaja & Mian, 2005). Nesses ambientes, as redes sociais podem substituir as instituições legais e apresentar ganhos superiores, se

comparados a países desenvolvidos. Esse comportamento está em consonância aos achados de Faccio (2006), que identificam a elevada presença das conexões políticas em países considerados corruptos e com baixo desenvolvimento.

No entanto, o dinamismo dos mercados, aliado às mudanças nas forças políticas dos países, tem proporcionado alterações na formação e no estabelecimento desses laços. Diferentemente do evidenciado por Faccio (2006), as mudanças políticas em países têm impacto na formação das redes políticas das empresas (Cui et al., 2018). Este comportamento pode ser notado, por exemplo, entre as empresas listadas no Brasil e no Canadá. Ao adotar a mesma classificação de Faccio (2006) para identificar as conexões políticas, Dicko (2017) constatou que, no ambiente canadense, as redes políticas foram recorrentes em mais de 50% das empresas listadas no Índice TSX. O resultado é distinto ao evidenciado por Faccio (2006), que constatou que 2% das empresas conectavam-se politicamente.

Ao contexto brasileiro, a redução o uso do *background* político pode estar associado à instabilidade política decorrente do processo de *impeachment* da presidente Dilma Rousseff. Segundo Wellman (2017), a instabilidade política pode promover modificações nas conexões políticas, visto que as empresas podem estabelecer interações com agentes políticos que mantenham acesso com o governo eleito.

4.3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A amostra é composta pelas empresas não-financeiras listadas na B³ e na TSX. Na base de dados *Bloomberg*[®] catalogaram-se 349 e 234 amostras listadas no Brasil e no Canadá, respectivamente. Para composição da amostra final realizaram-se algumas eliminações. Não foram considerados os fundos de investimentos e as empresas do setor financeiro, em decorrência das particularidades de negócio e das diferenças na mensuração das variáveis de desempenho utilizadas na pesquisa.

As observações que não continham dados sobre a composição do conselho de administração e das diretorias também foram retiradas do estudo visto que impediram a constituição da variável de conexões políticas. Retiraram-se as empresas com patrimônio líquido negativo do estudo, devido à influência na formação dos indicadores de desempenho. De forma semelhante, retiraram-se as observações consideradas *outliers*, considerando como parâmetro a distância Mahalanobis. A Tabela 12 evidencia a amostra final que é composta por 288 (2.061 observações) e 234 (1.832 observações) empresas listadas, respectivamente, no Brasil e no Canadá.

Tabela 12
Seleção da amostra

Amostra	Brasil		Canadá	
	Emp.	Obs.	Emp.	Obs.
Amostra não-financeira	349	2,792	234	1,872
(-) Ausência de informações sobre conexões políticas	-40	- 413		
(-) Patrimônio líquido negativo	-21	- 315		- 29
(-) <i>Outliers</i>		- 3		- 11
Total	288	2,061	234	1,832

Nota. Emp.: corresponde ao número de empresas; Obs.: corresponde ao número de observações.

O recorte temporal corresponde aos anos de 2010 a 2017, totalizando 8 anos de observações. A escolha pelo ano de 2010 deu-se pela implementação das *International Financial Reporting Standards* (IFRS) no Brasil, o que permitiu que as variáveis contábeis apresentassem a mesma mensuração aplicada no Canadá. O ano de 2017 corresponde ao último ano disponível para análise durante o desenvolvimento deste estudo. Destaca-se que se identificou a variável de interesse, conexões políticas, para todas as empresas que compõem as amostras dos países e os dados são provenientes das fontes secundárias: *Bloomberg*[®], *BoardEx*[®], Formulário de Referência e da plataforma *Linkedin*[®]. Na base de dados *Bloomberg*[®] coletaram-se os dados econômico-financeiros correspondentes à variável dependente e às variáveis de controle. As demais bases permitiram construir as variáveis de conexões políticas.

Representa-se a variável dependente pela mensuração do desempenho por três métricas baseadas na contabilidade: retorno sobre ativos [*ROA*]; retorno sobre o patrimônio líquido [*ROE*]; e retorno sobre o capital investido [*ROIC*]. Essas formas de mensurar o desempenho empresarial são utilizadas, amplamente, na literatura que investiga as conexões políticas (Rajwani & Liedong, 2015; Wu et al., 2019), já que estão sob maior controle dos gestores empresariais e, portanto, é mais provável que reflita os esforços desses agentes para maximizar os lucros (Firth, Fung, & Rui, 2007). Dessa forma, as variáveis podem captar em que medida gestores com *background* político influenciam o desempenho contábil.

A variável de interesse é constituída pelas conexões políticas estabelecidas entre empresas e agentes do governo. Para a construção dessa variável recorreu-se à classificação de Faccio (2006) que utiliza critérios capazes de serem verificados em diferentes ambientes institucionais (Saeed, Belghitar, & Clark, 2016). Para tanto, considera-se uma empresa como conectada politicamente quando um membro do conselho de administração ou um membro da diretoria atuou no governo federal ou provincial/estadual. Para as empresas listadas no Canadá, considera-se como membros associados ao governo, os gestores que apresentaram

experiência profissional no parlamento e/ou no gabinete ministerial (provincial ou federal). Para o Brasil levou-se em consideração a atuação dos gestores na esfera federal e/ou estadual do governo. Assim como a definição de Faccio (2006), neste estudo não se examinou a atuação profissional na esfera governamental dos municípios.

A partir da classificação das conexões políticas procedeu-se à análise do currículo profissional dos gestores. Coletou-se a listagem dos membros dos órgãos de administração na base *BoardEx*[®] que apresenta a experiência profissional e acadêmica de administradores das empresas listadas em diferentes bolsas no mundo (Dicko, 2017). Na ausência de informações na referida base utilizaram-se os minicurrículos disponíveis no Formulário de Referência e acessada a plataforma *LinkedIn*[®]. Entre as empresas listadas no Brasil analisaram-se 39.218 currículos, sendo que 25.044 corresponde às diretorias e 14.174 aos conselhos de administração. Ao contexto canadense, os dados são provenientes de (Dicko, 2017; Dicko et al., 2019) que analisou as redes políticas estabelecidas pelas empresas que compõem o Índice S&P/TSX. Utilizaram-se duas formas alternativas para mensurar as conexões políticas. A primeira pelo uso de uma variável *dummy*, sendo igual a 1, se a empresa está politicamente conectada e 0, caso contrário; e a segunda, pela quantidade de membros conectados em cada estrutura de gestão. As variáveis foram segmentadas entre o conselho de administração [*CA*], diretorias [*Dir*] e pela variável que engloba ambas medidas, representada pela conexão política geral [*Ger*].

Adotaram-se como variáveis de controle: tamanho da empresa [*Tam*]; alavancagem [*Alav*]; crescimento das vendas [*Cresv*]; tamanho do conselho de administração [*CA(Tam)*]; capital expenditure [*Capex*]; produto interno bruto [*PIB*]; e ideologia política [*Ide*]. O tamanho das empresas é um fator comumente documentado que está positiva e significativamente associado ao desempenho das empresas (Golubkov, 2016; Wu et al., 2019; Wu, Liang, & Shen, 2018). Nos contextos institucionais analisados, encontram-se achados consistentes de que o tamanho da empresa é determinante para o desempenho (Camilo et al., 2012; Dicko, 2017; Dicko et al., 2019; Silva, Xavier, Gambirage, & Camilo, 2018). Mensurou-se essa variável pelo logaritmo natural da receita líquida.

A alavancagem sugere que os detentores da dívida teriam incentivo para monitorar as operações da empresa no intuito de proteger seus interesses. A variável *Alav* pode apresentar efeitos mistos no desempenho das empresas, sendo mensurada pela razão da dívida total da empresa e o total dos ativos (Dicko, 2017; Golubkov, 2016; Ling, Zhou, Liang, Song, & Zeng, 2016; Saeed et al., 2016; Silva et al., 2018; Wang, Xu, Zhang, & Shu, 2018). Representa-se o crescimento das vendas [*Cresv*] pela razão entre as receitas de vendas no ano

t menos as receitas de vendas no ano $t-1$; e a receita de vendas no ano $t-1$. A variável *Cresv* representa a oportunidade de crescimento das empresas e está diretamente associado ao desempenho.

Representa-se o tamanho do conselho pela quantidade [*CA(Tam)*] de assentos disponíveis ao final de cada período, e associa-se ao desempenho visto que as decisões estratégicas e contábeis são centradas nesse órgão de gestão (Fich & Shivdasani, 2006). O *Capex* expressa os investimentos realizados em aquisições de instalações e equipamentos que resultam das escolhas dos gestores. Desse modo, as aplicações de recursos mensuradas pelo *Capex* podem exigir uma menor distribuição de proventos aos acionistas pela retenção parcial, ou integral, dos lucros para o financiamento dos investimentos, o que pode influenciar o desempenho contábil (Chen, El Ghouli, Guedhami, & Wang, 2017; Fortunato, Funchal, & Motta, 2012; Houston, Jiang, Lin, & Ma, 2014).

Entre as variáveis que controlam a política econômica e o ambiente político dos países estão o *PIB* e a ideologia política. A ingerência política e a incerteza macroeconômica do ambiente institucional podem afetar negativamente a economia e reduzir as taxas de crescimento das empresas (Henisz, 2000; Wellman, 2017). Nesse horizonte, tanto o *PIB* quanto a *Ide* podem influenciar o desempenho. O *PIB* expressa o valor dos bens e dos serviços produzidos no ano e foi mensurado pelo logaritmo natural do valor nominal. Captou-se a variável *Ide* por uma variável *dummy* que atribui o valor 1, ao período de 2010 a 2015, relacionado ao governo do Partido dos Trabalhados (PT) no Brasil, e 0, para o período entre 2016 a 2017 ao governo Temer. Atribuiu-se ao Canadá o valor 1, ao período de 2010 a 2015, sob o governo do Primeiro-Ministro Stephen Harper; e 0 ao período de atuação do Primeiro-Ministro Justin Trudeau.

Finalmente, controlou-se o efeito dos setores e do tempo. Para tanto, utilizou-se de variáveis *dummy* para controlar a variação das empresas em nove setores, conforme Sistema de Classificação Setorial *Bloomberg* (BICS) e aplicou-se uma variável *dummy* de ano para controlar o impacto da variação do desempenho no período. A Tabela 13 descreve as formas de mensuração das variáveis.

Tabela 13

Descrição das variáveis

Variáveis	Sigla	Mensuração
Variável dependente: desempenho		
Retorno sobre o Ativo	ROA	$(\text{Lucro Líquido}_{i,t}) / (\text{Ativo Total}_{i,t})$
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	ROE	$(\text{Lucro Líquido}_{i,t}) / (\text{Patrimônio Líquido}_{i,t})$

Retorno sobre o Capital Investido	ROIC	$(\text{Lucro antes dos juros e impostos}_{i,t}) / (\text{Capital investido}_{i,t})$
Variável de interesse: conexões políticas		
Geral	Ger(D)	<i>Dummy</i> : igual a 1 se, pelo menos, um membro do conselho de administração ou da diretoria é considerado conectado politicamente; e 0, caso contrário.
	Ger(Q)	Quantidade de membros do conselho de administração e das diretorias que são considerados conectados politicamente da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .
Conselho de Administração	CA(D)	<i>Dummy</i> : igual a 1 se, pelo menos, um membro do conselho de administração é considerado conectado politicamente; e 0, caso contrário.
	CA(Q)	Quantidade de membros do conselho de administração que são considerados conectados politicamente da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .
Diretorias	Dir(D)	<i>Dummy</i> : igual a 1 se, pelo menos, um membro das diretorias é considerado conectado politicamente; e 0, caso contrário.
	Dir(Q)	Quantidade de diretores que são considerados conectados politicamente da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .
Variáveis de controle		
Tamanho da empresa	Tam	Logaritmo natural da receita líquida da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .
Alavancagem	Alav	Relação entre a dívida total da empresa (curto e longo prazo) sobre o total de ativos da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .
Crescimento das vendas	Cresv	$[(\text{Vendas}_{i,t}) - (\text{Vendas}_{i,t-1})] / (\text{Vendas}_{i,t-1})$
Tamanho do Conselho de Administração	CA(Tam)	Quantidade de membros do conselho de administração da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .
Capital expenditure	Capex _(t-1)	$[(\text{Imobilizado}_{i,t} - \text{Imobilizado}_{i,t-1})] + (\text{Depreciação}_{i,t}) / (\text{Ativo Total}_{i,t})$
Ideologia Política	Ide	<i>Dummy</i> utilizada para captar a atuação de uma mesma corrente partidária no governo de cada país.
Produto Interno Bruto	PIB	Logaritmo natural do valor nominal do PIB no período <i>t</i> .

Em relação ao tratamento dos dados, utilizou-se a estatística descritiva para avaliar a composição das variáveis e das características das empresas, bem como aplicou-se o teste ANOVA para identificar a diferença de média entre as variáveis, tomando como fator discriminante a variável *Ger(D)*. Em seguida, aplicou-se uma regressão múltipla com dados em painel, devido ao conjunto de dados de corte transversal ao longo da série temporal (2010 a 2017). Preliminarmente, realizaram-se os testes de heterocedasticidade de Wald e de autocorrelação de Wooldridge. Na presença de heterocedasticidade, entre os resíduos da regressão, estimaram-se modelos com erros-padrão robustos.

Para identificar a especificação do modelo de dados em painel mais adequado, realizou-se o teste de Lagrange Multiplier (LM), proposto por Breush e Pagan (1980), que permite detectar a aderência dos dados ao modelo *pooled* ou ao de efeitos aleatórios. Adiante, aplicou-se o teste de Hausman para verificar o modelo adequado, entre efeitos aleatórios ou efeitos fixos. Expressa-se o modelo geral na equação 1. Utilizou-se o software *Stata*[®], versão 14, para realizar as estimações.

$$Desempenho_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Conexões\ Políticas_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

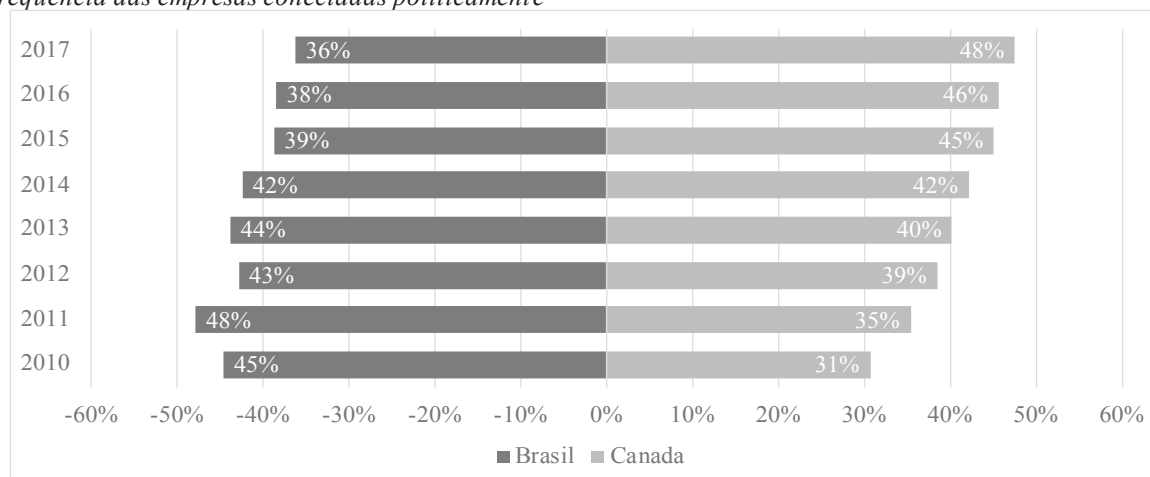
4.4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.4.1 Estatística Descritiva

A Figura 7 apresenta a frequência das empresas conectadas em ambos países. Os dados demonstram o crescimento das conexões políticas estabelecidas pelas empresas listadas no Canadá e o comportamento oposto entre as empresas listadas no Brasil. O efeito antagônico sobre a presença das conexões políticas contrapõe-se aos achados de Faccio (2006) e Boubakri et al. (2013). Esses autores sustentam que redes políticas são consistentes em países em desenvolvimento, considerados mais corruptos, onde se podem substituir as instituições legais pelas relações sociais, como as conexões políticas. Nesse cenário, as conexões deveriam apresentar maior frequência no contexto brasileiro.

Figura 7

Frequência das empresas conectadas politicamente



Os resultados da Figura 7 demonstram que as interações entre empresas e os políticos foram mais frequentes no Canadá, e está em consonância aos estudos de Dicko (2017). O crescimento do uso dessas redes coloca em pauta os efeitos estratégicos das conexões em ambientes institucionais desenvolvidos. Além disso, a dinâmica das conexões políticas reforça a proposta da investigação dessa pesquisa, pois evidencia um novo arranjo político adotado pelas empresas listadas no Brasil e no Canadá.

Por conseguinte, na Tabela 14 apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis dependentes, de interesse e de controle, segmentadas conforme as amostras dos países analisados.

Tabela 14*Estatística descritiva das variáveis*

Variáveis	Painel A: Empresas listadas no Brasil					Painel B: Empresas listadas no Canadá				
	Mínimo	Máximo	Média	SD	CV	Mínimo	Máximo	Média	SD	CV
ROIC	-0.78	1.95	0.06	0.11	1.79	-1.24	0.54	0.05	0.10	1.97
ROA	-2.31	1.28	0.03	0.13	4.64	-1.31	2.12	0.01	0.14	17.65
ROE	0.00	1.00	0.42	0.21	0.51	0.00	1.00	0.52	0.21	0.40
CA(Q)	0.00	12.00	0.85	1.59	1.87	0.00	5.00	0.51	0.80	1.57
Dir(Q)	0.00	6.00	0.16	0.57	3.57	0.00	3.00	0.12	0.39	3.16
Ger(Q)	0.00	15.00	1.01	2.00	1.98	0.00	7.00	0.63	0.97	1.53
Tam	11.82	27.53	21.40	1.90	0.09	13.27	24.60	20.75	1.64	0.08
Cresv	-1.00	22.15	0.17	1.03	5.99	-1.00	25.65	0.19	0.95	4.92
Alav	0.00	1.24	0.58	0.22	0.37	0.00	1.00	0.48	0.21	0.45
CA(Tam)	0.00	32.00	7.66	5.33	0.70	0.00	18.00	8.01	3.69	0.46
PIB	14.40	14.78	14.61	0.14	0.01	14.24	14.43	14.35	0.07	0.00
Capex _(t-1)	-0.01	0.96	0.04	0.05	1.40	0.00	1.23	0.08	0.09	1.11

Nota. 1. SD é o desvio-padrão; CV corresponde ao coeficiente de variação

2. *ROIC*: retorno sobre o capital investido; *ROA*: retorno sobre ativos; *ROE*: retorno sobre o patrimônio líquido; *Ger(Q)*: quantidade de membros do conselho de administração e diretorias conectados politicamente; *CA(Q)*: quantidade de membros do conselho de administração conectados politicamente; *Dir(Q)*: quantidade de membros das Diretorias conectados politicamente; *Alav*: alavancagem; *Tam*: tamanho das empresas; *Cresv*: crescimento das vendas; *Capex_(t-1)*: capital expenditure; *CA(Tam)*: Tamanho do Conselho de Administração; *PIB*: Produto Interno Bruto.

As variáveis que mensuram o desempenho apresentaram comportamento semelhante em ambos países. Encontra-se a maior homogeneidade no *ROE*, com coeficiente de variação de 0.51 para as empresas listadas no Brasil, e 0.40 para as listadas no Canadá. Por sua vez, evidenciou-se a heterogeneidade pelo coeficiente de variação do *ROA* que corresponde a 4.64 (Brasil) e 17.65 (Canadá) e sugerem que fatores como a margem de lucro, a rotatividade dos ativos fixos, ou o EBITDA, por exemplo, influenciam essa variável (Cheema, Munir, & Su, 2016; Ling et al., 2016). O *ROIC* apresenta média e desvio-padrão semelhante entre os países, com escore de 0.01 superior entre as empresas listadas no Brasil. A compatibilidade entre as características das empresas de amostras diferentes contribui para isolar o efeito da variável de interesse na variável dependente.

Entre as variáveis que captam as conexões políticas, nota-se a maior variação, mensuradas pelo coeficiente de variação, entre as empresas listadas no Brasil. Pode-se associar esse comportamento à instabilidade política decorrente no processo de *impeachment* da Presidente Dilma Rousseff, ocorrido em 2016, que culminou na queda do partido político que governou o país por 13 anos, o PT. Segundo Wellman (2017), as redes políticas estabelecidas com agentes legislativos da esfera federal são promissoras ao permitir maior acesso aos formadores de políticas públicas e, conseqüentemente, conduzir o alcance de benesses junto ao governo. A autora sugere que a alteração governamental produz alterações na formação e estabilidade das conexões, visto que novos agentes políticos passam a fazer parte do governo e as empresas podem alterar os gestores conectados politicamente.

Para as variáveis de controle, nota-se certa homogeneidade na dispersão dos dados em ambas amostras. Destaca-se, nesse paralelo, o comportamento do tamanho das empresas e da alavancagem. A variável *Tam* apresenta média de 21.40 e 20.75 para as empresas listadas no Brasil e no Canadá, respectivamente, e sugerem a semelhança entre o conjunto de empresas. A *Alav* é ligeiramente superior entre as empresas situadas no Brasil, o que indica o maior uso da dívida como fonte de financiamento.

Na matriz de correlação (Apêndice 4.1), observa-se a existência de correlação entre as variáveis dependentes e a variável de interesse, conexões políticas. Para o contexto brasileiro, nota-se que as variáveis de conexões políticas, captadas pelos membros das diretorias [*Dir(D)*] e pela conexão política geral [*Ger(D)*] estão correlacionadas positivamente com o *ROIC*. Entre as empresas listadas no Canadá, encontraram-se correlações entre todas as formas utilizadas para mensurar as conexões políticas e as métricas de desempenho, *ROIC*, *ROA* e *ROE*. Nota-se, no entanto, que há um efeito inverso entre todas as conexões políticas e o *ROE*, apresentando indícios que essas variáveis caminham em sentido contrário.

A diferença observada na dinâmica das conexões políticas e das métricas de desempenho permitem observar como as empresas conectadas diferem, em média, de seus pares não conectados. Assim, submeteram-se as variáveis ao teste ANOVA que permitiu comparar as médias entre os grupos, ao adotar a variável *Ger(D)* como fator diferenciador. Dispõe-se os resultados do teste no Apêndice 4.2. Entre as variáveis de desempenho, observa-se que, no Brasil, as empresas conectadas politicamente diferem de seus pares quanto ao *ROIC*, o que não se evidenciou nas demais métricas de desempenho contábil. No Canadá, essa diferença é encontrada nas três medidas de desempenho, o que apresenta indícios de que as redes políticas são fatores que segregam o desempenho contábil nesse ambiente.

Em síntese, constata-se que as empresas de ambos países apresentam características semelhantes quanto ao tamanho e crescimento das vendas, com ligeira diferença na alavancagem e que a conexão política geral é um fator discriminante do desempenho entre as empresas conectadas e seus pares. Esse efeito é semelhante para o *ROIC*, em ambos os países, com indícios de diferença de média para as demais métricas de desempenho apenas no contexto canadense.

No tópico seguinte, a pesquisa analisa os efeitos das redes políticas no desempenho contábil, considerando tanto a conexão política geral quanto a atuação conjunta do *background* político dos membros do conselho de administração e das diretorias.

4.4.2 Análises inferenciais considerando as conexões políticas mensuradas pela variável *dummy*

A Tabela 15 apresenta os efeitos das conexões políticas no desempenho empresarial quando o *background* político é mensurado, exclusivamente, pela variável *dummy* para as empresas listadas no Brasil. Os modelos 1, 2 e 3 abordam a relação entre a conexão política geral e as formas alternativas de desempenho contábil; enquanto os modelos 4, 5 e 6 segmentam a variável de interesse entre as redes políticas formadas pelos membros do conselho de administração e diretorias.

Os testes de especificação (Painel B) sugerem que se adequou o conjunto de dados ao painel de efeitos fixos e aos modelos que adotam o *ROIC* e o *ROA* como variáveis dependentes. Para as estimações que consideraram o *ROE* como variável a ser explicada, adequou-se o conjunto de dados ao painel de efeitos aleatórios. Identificou-se, em todos os modelos, a presença de heterocedasticidade entre os resíduos da regressão, por meio do teste de Wald. Para lidar com este problema estimou-se os modelos com erros-padrão robustos (Wooldridge, 2010).

Tabela 15
Estimações para as empresas listadas no Brasil (Conexão Política: dummy)

Painel A: Estimação dos modelos						
Modelos	ROIC	ROA	ROE	ROIC	ROA	ROE
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Ger(D)	0.012 (0.008)	0.005 (0.008)	0.001 (0.002)	-	-	-
CA(D)	-	-	-	0.009 (0.008)	0.007 (0.008)	0.001 (0.002)
Dir(D)	-	-	-	0.018** (0.008)	0.019** (0.010)	0.001 (0.001)
Alav	0.014 (0.062)	-0.105** (0.050)	-0.954*** (0.019)	0.015 (0.062)	-0.104** (0.049)	-0.954*** (0.020)
Tam	0.043*** (0.007)	0.035*** (0.010)	0.002 (0.002)	0.043*** (0.007)	0.035*** (0.010)	0.002 (0.002)
Cresv	0.011** (0.004)	0.005* (0.003)	0.001 (0.002)	0.011** (0.005)	0.005* (0.002)	0.001 (0.002)
Capex _(t-1)	0.028 (0.052)	0.041 (0.049)	-0.008 (0.012)	0.028 (0.052)	0.038 (0.049)	-0.070 (0.012)
CA(Tam)	-0.003** (0.002)	-0.002 (0.001)	-4.80e-05 (0.001)	-0.003* (0.002)	-0.002 (0.001)	-4.79e-05 (0.001)
Ide(PT)	-0.004 (0.005)	0.002 (0.005)	0.003 (0.003)	-0.004 (0.005)	0.001 (0.005)	0.003 (0.003)
PIB	0.074** (0.036)	0.055 (0.047)	0.010* (0.006)	0.074** (0.036)	0.056 (0.047)	0.011* (0.006)
Efeito fixo do ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito fixo do setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Constante	-1.917*** (0.518)	-1.440** (0.676)	0.791*** (0.093)	-1.927*** (0.520)	-1.463** (0.677)	0.790*** (0.093)
Observações	1,994	1,998	1,998	1,994	1,998	1,998
R ²	0.110	0.106		0.110	0.107	

Número de empresas	281	281	281	281	281	281
Painel B: Testes para especificação dos modelos						
Teste F						
t-stat	5.72	6.21	28.44	5.68	6.22	28.36
p-valor	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Teste de Multiplicador de Lagrange de Breusch-Pagan						
t-stat	710.92	427.40	4263.60	667.03	414.90	4255.36
p-valor	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Teste de Hausman						
t-stat	61.07	25.43	21.63	74.70	32.23	21.86
p-valor	0.000	0.031	0.087	0.000	0.006	0.112
Teste de Wooldridge						
t-stat	66.552	6.882	2.369	67.005	6.850	2.380
p-valor	0.000	0.009	0.125	0.000	0.009	0.124
Teste de Wald						
t-stat	1.6e+34	8.3e+34	1.6e+36	1.9e+34	6.0e+34	1.5e+36
p-valor	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

Nota. 1. Os modelos estimados são: Modelo 1: $ROIC_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Ger(D)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}$; Modelo 2:

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Ger(D)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}; \quad \text{Modelo 3: } ROE_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Ger(D)_{i,t} +$$

$$\gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}; \quad \text{Modelo 4: } ROIC_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CA(D)_{i,t} + \beta_2 Dir(D)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}; \quad \text{Modelo 5: } ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CA(D)_{i,t} + \beta_2 Dir(D)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}; \quad \text{Modelo 6: } ROE_{i,t} = \alpha_0 +$$

$$\beta_1 CA(D)_{i,t} + \beta_2 Dir(D)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}$$

2. Os valores apresentados entre parênteses correspondem às estatísticas t dos coeficientes.

3. *, ** e *** correspondem aos níveis de significâncias de 10%, 5% e 1% respectivamente.

4. *ROIC*: retorno sobre o capital investido; *ROA*: retorno sobre ativos; *ROE*: retorno sobre o patrimônio líquido; *Ger(D)*: conexões políticas mensuradas pela variável *dummy* para os membros do conselho de administração ou diretorias; *CA(D)*: conexões políticas mensuradas pela variável *dummy* para os membros do conselho de administração; *Dir(D)*: conexões políticas mensuradas pela variável *dummy* para os membros das diretorias; *Alav*: alavancagem; *Tam*: tamanho das empresas; *Cresv*: crescimento das vendas; *Capex_(t-1)*: capital expenditure; *CA(Tam)*: Tamanho do conselho de administração; *Ide*: ideologia política corresponde ao governo do Partido dos Trabalhadores (Brasil); *PIB*: Produto Interno Bruto.

Para as empresas listadas no Brasil, os resultados evidenciam que a conexão política geral não influencia o desempenho contábil das empresas, seja no *ROIC*, *ROA* ou *ROE*. Esse resultado indica que as empresas conectadas ao governo, pelos membros do conselho ou diretorias, não diferem de seus pares quanto ao retorno sobre o capital investido, o ativo, ou o patrimônio líquido. O referido achado está em consonância aos estudos de Silva et al. (2018), Bandeira-de-Mello et al (2012), e Lazzarini et al (2011) que não constatarem efeitos das conexões políticas, mensuradas pelas doações às campanhas eleitorais, no *ROA* e *ROE* das empresas listadas na B³.

Ao investigar os efeitos das conexões políticas, mensuradas pelo *background* político, no desempenho de mercado das empresas brasileiras, entre 1998 e 2009, Camilo (2012) não constatou significância estatística nessa relação. Destaca-se que os estudos aplicados ao contexto brasileiro pouco utilizam do *background* político dos gestores como instrumento para captar as conexões políticas, o que justifica a comparação entre os achados das pesquisas. Mesmo com o uso de diferentes formas de captar as interações entre empresas e o

governo, os resultados evidenciam a relação não significativa estatisticamente entre conexões políticas e o desempenho mensurado pelo *ROA* e o *ROE*.

Ao segmentar as conexões políticas conforme o ambiente de gestão empresarial, nota-se que as redes estabelecidas, pelos membros do conselho de administração não apresentaram significância estatística nos modelos 4, 5 e 6. Isso demonstra que as empresas conectadas pelo conselho não desfrutaram de um melhor desempenho em comparação com seus pares não conectados.

As conexões formadas pelos membros das diretorias, no entanto, influenciaram positivamente o *ROIC* e o *ROA* ao nível de 5% de significância. O efeito positivo corrobora com os resultados da literatura anterior que constataram efeito semelhante captado pela variável *dummy* no desempenho contábil (Boubakri et al., 2012; Unsal, Hassan, & Zirek, 2016; Wong & Hooy, 2018; Wu et al., 2019). O resultado destaca-se no contexto brasileiro, dado que não se encontraram estudos preliminares que analisassem o *background* político dos membros das diretorias e os associassem ao desempenho empresarial. O achado sugere que as empresas utilizam formas alternativas para estabelecer as conexões políticas com o governo e essa diversificação pode resultar em ganhos competitivos, como o melhor desempenho contábil.

Por conseguinte, realizaram-se as estimações para as empresas listadas no Canadá (Tabela 16). Os testes de especificação das regressões múltiplas comprovam que o painel adequado ao conjunto de dados foi o de efeitos fixos para todos os modelos. O teste de Wald identificou a presença de heterogeneidade entre os resíduos da regressão, pela rejeição da hipótese nula, que resultou na estimação dos modelos de efeitos fixos com erros-padrão robustos.

Tabela 16
Estimações para as empresas listadas no Canadá (Conexão Política: dummy)

Painel A: Estimação dos modelos						
Modelos	ROIC (7)	ROA (8)	ROE (9)	ROIC (10)	ROA (11)	ROE (12)
Ger(D)	0.004 (0.011)	0.008 (0.013)	-0.005 (0.005)	-	-	-
CA(D)	-	-	-	0.001 (0.012)	0.010 (0.013)	-0.006 (0.005)
Dir(D)	-	-	-	0.014* (0.007)	0.007 (0.012)	0.001 (0.001)
Alav	-0.064*** (0.024)	-0.262*** (0.054)	-0.996*** (0.004)	-0.063** (0.025)	-0.262*** (0.054)	-0.996*** (0.004)
Tam	0.042*** (0.005)	0.029*** (0.008)	-0.004 (0.004)	0.042*** (0.005)	0.029*** (0.008)	-0.004 (0.004)
Cresv	0.002 (0.003)	0.009 (0.006)	-4.26e-05 (9.64e-05)	0.002 (0.003)	0.009 (0.006)	-5.18e-05 (0.001)

Capex _(t-1)	0.008 (0.031)	0.045 (0.050)	-0.002 (0.002)	0.008 (0.031)	0.045 (0.050)	-0.002 (0.003)
CA(Tam)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.002)	-0.002 (0.002)	-0.001 (0.001)	-0.002 (0.002)	-0.001 (0.001)
Ide(H)	-0.005 (0.004)	-0.049*** (0.011)	-0.001 (0.001)	-0.006 (0.004)	-0.049*** (0.011)	-0.001 (0.001)
PIB	0.161*** (0.046)	0.127 (0.104)	0.010 (0.009)	0.159*** (0.046)	0.126 (0.103)	0.009 (0.009)
Efeito fixo do ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito fixo do setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Constante	-3.102*** (0.655)	-2.276 (1.482)	0.935*** (0.062)	-3.070*** (0.649)	-2.271 (1.476)	0.948*** (0.049)
Observações	1,569	1,576	1,575	1,569	1,576	1,575
R ²	0.210	0.143	0.091	0.211	0.144	0.091
Número de empresas	211	211	211	211	211	211

Painel B: Testes para especificação dos modelos

Teste F						
t-stat	8.96	3.19	197.11	8.95	3.19	197.02
p-valor	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Teste de Multiplicador de Lagrange de Breusch-Pagan						
t-stat	1039.02	180.11	3771.58	1037.68	179.76	3772.40
p-valor	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Teste de Hausman						
t-stat	122.21	31.21	28.99	54.55	31.36	29.11
p-valor	0.000	0.003	0.007	0.000	0.005	0.010
Teste de Wooldridge						
t-stat	149.04	8.35	34.43	146.264	8.555	33.750
p-valor	0.000	0.004	0.000	0.000	0.004	0.000
Teste de Wald						
t-stat	3.9e+32	8.5e+29	8.1e+31	3.8e+32	4.3e+29	2.8e+30
p-valor	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

Nota. 1. Os modelos estimados são: Modelo 1: $ROIC_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Ger(D)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}$; Modelo 2:

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Ger(D)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}; \quad \text{Modelo 3: } ROE_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Ger(D)_{i,t} +$$

$$\gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}; \quad \text{Modelo 4: } ROIC_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CA(D)_{i,t} + \beta_2 Dir(D)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}; \quad \text{Modelo 5: } ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CA(D)_{i,t} + \beta_2 Dir(D)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}; \quad \text{Modelo 6: } ROE_{i,t} = \alpha_0 +$$

$$\beta_1 CA(D)_{i,t} + \beta_2 Dir(D)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}$$

2. Os valores apresentados entre parênteses correspondem às estatísticas t dos coeficientes.

3. *, ** e *** correspondem aos níveis de significâncias de 10%, 5% e 1% respectivamente.

4. *ROIC*: retorno sobre o capital investido; *ROA*: retorno sobre ativos; *ROE*: retorno sobre o patrimônio líquido; *Ger(D)*: conexões políticas mensuradas pela variável *dummy* para os membros do conselho de administração ou diretorias; *CA(D)*: conexões políticas mensuradas pela variável *dummy* para os membros do conselho de administração; *Dir(D)*: conexões políticas mensuradas pela variável *dummy* para os membros das diretorias; *Alav*: alavancagem; *Tam*: tamanho das empresas; *Cresv*: crescimento das vendas; *Capex_(t-1)*: capital expenditure; *CA(Tam)*: Tamanho do conselho de administração; *Ide*: ideologia política corresponde ao governo do Partido dos Trabalhadores (Brasil); *PIB*: Produto Interno Bruto.

No Canadá, encontrou-se resultado semelhante ao evidenciado no contexto brasileiro, tanto a conexão política geral (modelos 7, 8 e 9) quanto a conexão política estabelecida pelos membros do conselho de administração (modelos 10, 11 e 12) que não influenciou, estatisticamente, o desempenho contábil. Apenas as conexões políticas estabelecidas pelos membros das diretorias apresentaram efeito positivo e significativo no *ROIC* (modelo 10), ao nível de 10%.

Os resultados indicam que o *background* político dos diretores tem sido utilizado como instrumento estratégico pelas empresas listadas em ambos países, e influencia o desempenho contábil captado pelo *ROIC*. Segundo Pan e Tian (2017), as redes políticas podem impactar essa métrica por meio do acesso facilitado a fontes alternativas de recursos financeiros e pela maior eficiência na alocação do capital. Golubkov (2016) constatou os efeitos das conexões políticas sobre o *ROIC*, ao analisar as empresas listadas na Rússia. O autor sugere que as conexões políticas contribuem para reduzir o custo da dívida, devido às taxas inferiores de empréstimos e financiamentos alcançados em bancos estatais ou privados. Por meio dessa vantagem, as empresas conectadas apresentam maior disponibilidade de recursos que associadas a maior eficiência na alocação dos investimentos e eleva o retorno sobre o capital investido. Por outro lado, Menozzi, Urtiaga, e Vannoni (2012) e Ang, Ding e Thong (2013) fornecem resultados opostos ao apresentarem uma relação negativa entre as conexões políticas e o *ROIC*. Os estudos apresentam indícios da menor eficiência do capital investido pelas empresas conectadas, devido ao alinhamento dos investimentos empresariais aos objetivos políticos, resultando em taxas de desempenho mais baixas do que os apresentados pelas empresas não conectadas.

Pode-se explicar a relação positiva evidenciada pelo presente estudo, a partir da Teoria da Dependência de Recursos. Com base nessa teoria, as empresas conectadas apresentam acesso diferencial a recursos oriundos do governo que conduzem à redução da incerteza ambiental (Pfeffer & Salancik, 2003). Além disso, a estabilidade das conexões políticas, representada pelo crescimento dessas interações no ambiente canadense e a solidez presente no contexto brasileiro, permite que os laços políticos sejam mais fortes e as vantagens competitivas, como o maior desempenho, sejam observadas. Também se percebem como mais estáveis as redes políticas estabelecidas pelo *background* político, pois dependem não somente de transações monetárias, mas se constituem por relações sociais e habilidades profissionais dos gestores conectados politicamente (Cui et al., 2018; Habib et al., 2018).

No que tange ao *ROIC*, os resultados sugerem que as empresas conectadas em ambos países apresentam maior retorno ao capital investido que seus pares, o que demonstra a capacidade dessas entidades em alocar, eficientemente, os recursos financeiros. Associa-se esse comportamento ao crédito facilitado a fontes alternativas de recursos governamentais como demonstrado por diferentes estudos. Lazzarini et al. (2014), encontram indícios que empresas conectadas politicamente no Brasil apresentam maior acesso e alcançam maior volume de financiamentos de longo prazo no BNDES. Considera-se esse órgão uma importante fonte de recursos de longo prazo no Brasil e é controlado pelo governo federal, o

que reforça os indícios da influência das conexões políticas nessa instituição financeira. Kuronuma, Okimura, e Sales (2017) evidenciam resultados semelhantes ao analisarem os 100 maiores grupos empresariais no Brasil, entre 2006 e 2016; Lopes (2016), ao analisar o valor doado pelas empresas aos candidatos a cargos políticos e o acesso a financiamentos no BNDES após as eleições de 2002 a 2014; e Sztutman e Aldrighi (2012), que analisaram o horizonte de 2003 a 2010, para as doações às campanhas eleitorais de deputados federais.

Ao contexto canadense, Dicko (2016) constatou que empresas conectadas obtiveram mais contratos, e em valor superior, do que seus pares não conectados. Com base em uma amostra de empresas que compuseram o Índice S&P/TSX, entre 2010 e 2014, a autora comprovou que as conexões políticas estavam positiva e significativamente associadas à aquisição de contratos com o governo. Documentou-se o acesso diferencial às licitações em contratos de obras públicas como uma das vantagens associadas às empresas conectadas que, consequentemente, permitem ganhos financeiros que influenciam o desempenho dessas organizações. Outros estudos apresentados por Dicko e El Ibrami (2013), Dicko e Khemakhem (2015) encontram evidências que empresas conectadas ao governo canadense apresentam maior desempenho do que empresas não conectadas. Nesses estudos, os autores analisam o efeito de formas alternativas para mensurar as conexões políticas, entre doações aos partidos políticos, *background* político dos gestores, bem como analisam a interação entre governança corporativa e desempenho financeiro. Mesmo diante dessas análises associadas, os resultados são convergentes como os apresentados na presente pesquisa.

Em suma, os resultados sugerem que as empresas, mesmo estando em ambientes institucionais antagônicos quanto ao nível de desenvolvimento, utilizaram-se das redes políticas como instrumento competitivo que permitem diferenciá-las no mercado. Além disso, sugere que as conexões políticas conduzem a ganhos em ambientes institucionais, desenvolvimentos semelhantes aos evidenciados em ambientes considerados mais corruptos e com mercado de capitais incipiente.

Para além do efeito da variável *dummy* utilizada para classificar as empresas conectadas, a quantidade de membros conectados, em cada estrutura de gestão empresarial, também pode influenciar o desempenho das empresas, ou mesmo indicar que a força dessas redes interfere na relação. Para tanto, o tópico seguinte explora o uso dessa estratégia empresarial e apresenta seus efeitos entre as empresas listadas nos ambientes institucionais abordados nesta pesquisa.

t-stat	68.208	6.835	2.33	70.41	6.928	2.333
p-valor	0.000	0.009	0.128	0.000	0.009	0.128
Teste de Wald						
t-stat	1.90E+34	6.00E+34	1.60E+36	1.90E+34	6.00E+34	1.70E+36
p-valor	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

Nota. 1. Os modelos estimados são: Modelo 1: $ROIC_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Ger(Q)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}$; Modelo 2: $ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Ger(Q)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}$; Modelo 3: $ROE_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Ger(Q)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}$; Modelo 4: $ROIC_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CA(Q)_{i,t} + \beta_2 Dir(Q)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}$; Modelo 5: $ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CA(Q)_{i,t} + \beta_2 Dir(Q)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}$; Modelo 6: $ROE_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CA(Q)_{i,t} + \beta_2 Dir(Q)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}$

2. Os valores apresentados entre parênteses correspondem às estatísticas t dos coeficientes.

3. *, ** e *** correspondem aos níveis de significâncias de 10%, 5% e 1% respectivamente.

4. *ROIC*: retorno sobre o capital investido; *ROA*: retorno sobre ativos; *ROE*: retorno sobre o patrimônio líquido; *Ger(Q)*: quantidade de membros do conselho de administração e diretorias conectados politicamente; *CA(Q)*: quantidade de membros do conselho de administração conectados politicamente; *Dir(Q)*: quantidade de membros das diretorias conectados politicamente; *Alav*: alavancagem; *Tam*: tamanho das empresas; *Cresv*: crescimento das vendas; *Capex_(t-1)*: capital expenditure; *CA(Tam)*: Tamanho do conselho de administração; *Ide*: ideologia política corresponde ao governo do Partido dos Trabalhadores (Brasil); *PIB*: Produto Interno Bruto.

Os modelos 13 e 14 sugerem que a quantidade de membros conectados politicamente, captados pela conexão política geral, influencia positiva e significativamente o *ROIC* e *ROA*, ao nível de 5%. Entretanto, os coeficientes apresentaram-se muito próximos a zero e indicam que a relação é potencialmente frágil ao conjunto de dados analisados. O *ROE* parece não ter sido afetado pela quantidade de membros conectados politicamente, dado a ausência de significância estatística ao modelo 15.

Ao segmentar as conexões políticas entre os membros do conselho de administração e diretorias (modelo 16), encontra-se efeito positivo e significativo, ao nível de 10%, no *ROIC*. No entanto, o coeficiente encontrado para a quantidade de membros conectados pela diretoria é superior ao do conselho de administração, o que reforça os indícios da relevância dessas redes políticas como diferenciador do desempenho contábil no contexto brasileiro.

Esse comportamento é ainda superior quando se considera os efeitos no *ROA*. Para esse modelo, a quantidade de membros conectados politicamente e pertencentes às diretorias difere o retorno dos ativos em escore superior do que ao *ROIC*. O resultado sugere que, nem sempre, as empresas conectadas alocam o capital de forma eficiente, mas em relação ao ativo total esse retorno apresenta ganhos que diferem as empresas no mercado. O presente achado está em consonância aos estudos de Golubkov (2016), Wu et al. (2019) e Lin (2019) que encontraram efeitos similares das conexões políticas no *ROA* das empresas listadas na Rússia, China e nas 100 maiores empresas presente da revista Fortune, respectivamente.

A Tabela 18 sintetiza os resultados das estimações associadas às empresas listadas no Canadá. Adequou-se o conjunto de dados à regressão de dados em painel de efeitos fixos,

com erros-padrão robustos devido à presença de heterogeneidade entre os resíduos da regressão.

Tabela 18

Estimações para as empresas listadas no Canadá (Conexão Política: quantidade)

Painel A: Estimação dos modelos						
Modelos	ROIC (19)	ROA (20)	ROE (21)	ROIC (22)	ROA (23)	ROE (24)
Ger(Q)	0.006 (0.004)	0.007 (0.006)	-0.001 (0.001)	-	-	-
CA(Q)	-	-	-	0.005 (0.005)	0.008 (0.008)	-0.002 (0.002)
Dir(Q)	-	-	-	0.009 (0.006)	0.005 (0.010)	0.001 (0.001)
Alav	-0.063** (0.030)	-0.262*** (0.054)	-0.996*** (0.004)	-0.063** (0.025)	-0.262*** (0.054)	-0.996*** (0.002)
Tam	0.042*** (0.005)	0.030*** (0.007)	-0.004 (0.004)	0.042*** (0.005)	0.030*** (0.007)	-0.004 (0.004)
Cresv	0.002 (0.003)	0.009 (0.005)	-3.88e-05 (8.53e-05)	0.002 (0.003)	0.009 (0.006)	-4.41e-05 (9.02e-05)
Capex _(t-1)	0.007 (0.031)	0.043 (0.050)	-0.002 (0.002)	0.007 (0.031)	0.044 (0.050)	-0.002 (0.002)
CA(Tam)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.002)	-0.002 (0.001)	-0.002 (0.001)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.001)
Ide(H)	-0.005 (0.004)	-0.049*** (0.011)	-0.002 (0.001)	-0.005 (0.004)	-0.049*** (0.012)	-0.001 (0.001)
PIB	0.157*** (0.046)	0.123 (0.103)	0.001 (0.009)	0.157*** (0.046)	0.123 (0.103)	0.009 (0.009)
Efeito fixo do ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito fixo do setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Constante	-3.053*** (0.651)	-2.227 (1.474)	0.945*** (0.052)	-3.047** (0.650)	-2.232 (1.473)	0.949*** (0.049)
Observações	1,569	1,576	1,575	1,569	1,576	1,575
R ²	0.211	0.144	0.091	0.212	0.144	0.091
Número de empresas	211	211	211	211	211	211
Painel B: Testes para especificação dos modelos						
Teste F						
t-stat	8.99	3.20	195.30	8.96	3.19	195.43
p-valor	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Teste de Multiplicador de Lagrange de Breusch-Pagan						
t-stat	1041.17	180.32	3770.47	1039.03	179.39	3772.09
p-valor	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Teste de Hausman						
t-stat	55.73	31.69	28.17	55.87	31.88	28.10
p-valor	0.000	0.003	0.009	0.000	0.004	0.014
Teste de Wooldridge						
t-stat	143.91	8.37	35.46	143.616	8.396	35.449
p-valor	0.000	0.004	0.000	0.000	0.004	0.000
Teste de Wald						
t-stat	3.9e+32	7.7e+29	2.8e+30	3.9e+32	7.9e+29	8.1e+30
p-valor	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

Nota. 1. Os modelos estimados são: Modelo 1: $ROIC_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Ger(Q)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}$; Modelo 2:

$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Ger(Q)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}$; Modelo 3: $ROE_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Ger(Q)_{i,t} +$

$\gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}$; Modelo 4: $ROIC_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CA(Q)_{i,t} + \beta_2 Dir(Q)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}$; Modelo

5: $ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CA(Q)_{i,t} + \beta_2 Dir(Q)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}$; Modelo 6: $ROE_{i,t} = \alpha_0 +$

$\beta_1 CA(Q)_{i,t} + \beta_2 Dir(Q)_{i,t} + \gamma_k Controle_{i,t}^k + \varepsilon_{i,t}$

2. Os valores apresentados entre parênteses correspondem às estatísticas t dos coeficientes.
3. *, ** e *** correspondem aos níveis de significâncias de 10%, 5% e 1% respectivamente.
4. *ROIC*: retorno sobre o capital investido; *ROA*: retorno sobre ativos; *ROE*: retorno sobre o patrimônio líquido; *Ger(Q)*: quantidade de membros do conselho de administração e diretorias conectados politicamente; *CA(Q)*: quantidade de membros do conselho de administração conectados politicamente; *Dir(Q)*: quantidade de membros das diretorias conectados politicamente; *Alav*: alavancagem; *Tam*: tamanho das empresas; *Cresv*: crescimento das vendas; *Capex_(t-1)*: capital expenditure; *CA(Tam)*: Tamanho do conselho de administração; *Ide*: ideologia política corresponde ao governo do Primeiro-Ministro Stephen Harper; *PIB*: Produto Interno Bruto.

Os resultados indicam as variáveis *Ger(Q)*, *CA(Q)* e *Dir(Q)* não influencia o desempenho contábil, mesmo em um cenário de crescimento dessas interações, como o evidenciado no contexto canadense. O resultado sugere que quantidade de laços estabelecidos não é um fator diferencial nas empresas quanto ao retorno. No entanto, permite novos insights que analisem a diferenciação do efeito ocasionado no desempenho decorrente da quantidade de membros conectados e pela classificação da conexão pelo uso de uma variável binária.

4.5 CONCLUSÕES

O objetivo desta pesquisa foi investigar os efeitos das conexões políticas, estabelecidas pelo *background* político, no desempenho das empresas listadas no Brasil e no Canadá. Identificou-se que, em ambos países, as conexões políticas impactam positiva e significativamente o desempenho das empresas mensurado pelo *ROIC*. A relação anunciada é preponderante pelas conexões políticas estabelecidas pelos membros das diretorias, o que demonstra a relevância destas interações em ambientes institucionais analisados.

A pesquisa evidencia a importância de distinguir os tipos de conexões políticas conforme a esfera de gestão empresarial visto que os efeitos foram distintos. Ao adotar a conexão política geral [*Ger*], que engloba tanto as redes formadas pelos membros do conselho de administração e das diretorias, não se encontraram relações significativas para os modelos estimados. Ao segmentar as conexões entre os membros do conselho de administração [*CA*] e diretorias [*Dir*] encontra-se o efeito líquido desses membros no desempenho, e os resultados indicam que o *background* político dos membros das diretorias, em ambos países, interfere positivamente no *ROIC*.

O resultado é particularmente relevante porque demonstra que os diretores que atuam no cotidiano das empresas podem ser utilizados como instrumento estratégico para acessar o governo e promover ganhos competitivos que são materializados no aumento do desempenho contábil, mensurado pelo *ROIC*. O achado ainda apresenta relevância ao ser confrontado com estudos que analisam o binômio das conexões políticas e desempenho, visto que se concentram em analisar o *background* político dos principais gestores empresariais,

representados pelo CEO, CFO ou *Chairman*, sem considerar, na maioria dos estudos, os demais agentes da estrutura organizacional e administrativa.

Além disto, o *ROIC* é uma métrica de desempenho que permite isolar o retorno operacional dos recursos disponíveis e representa um indicador confiável das decisões de investimentos (Hough, 2006; Misangyi, Elms, Greckhamer, & Lepine, 2006). Assim, as empresas conectadas seriam capazes de promover alterações nas atividades operacionais, e nas decisões de investimentos, o que permite alterar o desempenho contábil. Nas amostras analisadas, esta alteração é influenciada pelo *background* político dos membros das diretorias em ambos países.

O estudo analisa o fenômeno das conexões políticas através da Teoria da Dependência de Recursos. Os achados são consistentes com a teoria sugerindo que as empresas minimizem os riscos ambientais ao associarem-se ao governo por meio da inserção de agentes políticos na estrutura de gestão (Pfeffer & Salancik, 2003). O maior desempenho é relatado como uma das vantagens competitivas associadas ao uso estratégico dessas conexões em diferentes ambientes institucionais (Boubakri et al., 2012; Golubkov, 2016; Lin, 2019). O presente estudo ainda complementa essa perspectiva teórica, visto que estudos anteriores sugerem que o impacto das conexões políticas tende a ser superior em países considerados mais corruptos e com mercado de capitais com pouco desenvolvimento, cenário semelhante ao evidenciado no Brasil. Contudo, a pesquisa esclarece que o ambiente sociopolítico canadense contribuiu para o crescimento das conexões políticas e influenciou o desempenho desse grupo de empresas.

Por fim, a pesquisa apresenta algumas limitações que podem ser aprofundadas e analisadas por estudos futuros. Apesar de evidenciar o melhor desempenho alcançado pelas empresas conectadas, o presente estudo não examina, concretamente, quais caminhos podem conduzir a esse cenário. Logo, outros pesquisadores podem analisar quais benefícios conduzem ao maior desempenho, tais como reduções de impostos ou taxas ou alcance de contratos com diferentes esferas governamentais. Neste estudo, concentrou-se em analisar os efeitos do *background* político dos gestores no desempenho. Assim, estudos futuros podem utilizar da associação entre métricas alternativas para captar as conexões políticas, como as doações às campanhas eleitorais, a participação do Estado na estrutura de propriedade e as redes sociais entre gestores empresariais e agentes do governo, para examinar a influência no desempenho ou no valor de mercado das empresas. Vale ressaltar que os ambientes institucionais e os ciclos políticos produzem modificações na estabilidade dessas conexões, o que também pode conduzir a novos caminhos de investigação. Ademais, sugere-se inserir

outros contextos institucionais para compreender como as redes políticas e os ambientes sociopolíticos permitem ganhos competitivos às empresas que utilizam dessa estratégia.

REFERÊNCIAS

- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (2001). Do Some Outside Directors Play a Political Role? *The Journal of Law and Economics*, 44(1), 179–198. <https://doi.org/10.1086/320271>
- Ang, J. S., Ding, D. K., & Thong, T. Y. (2013). Political connection and firm value. *Asian Development Review*, 30(2), 131–166. https://doi.org/10.1162/ADEV_a_00018
- Bencheikh, F., & Taktak, N. B. (2017). The Effect of Political Connections on the Firm Performance in a Newly Democratised Country. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 8(4), 40–46. <https://doi.org/10.1515/mjss-2017-0004>
- Berkman, H., Cole, R. A., & Fu, L. J. (2010). Political Connections and Minority-Shareholder Protection: Evidence from Securities-Market Regulation in China. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(6), 1391–1417.
- Bertrand, M., Kramarz, F., Schoar, A., & Thesmar, D. (2018). The Cost of Political Connections. *Review of Finance*, 22(3), 849–876. <https://doi.org/10.1093/rof/rfy008>
- Bonardi, J. P., Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2005). *The attractiveness of political markets: Implications for firm strategy*. *Academy of Management Review* (Vol. 30). <https://doi.org/10.5465/AMR.2005.16387895>
- Boubakri, N., Cosset, J.-C., & Saffar, W. (2012). The impact of political connections on firms' operating performance and financing decisions. *The Journal of Financial Research*, 35(3), 397–423. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2012.01322.x>
- Boubakri, N., Mansi, S. A., & Saffar, W. (2013). Political institutions, connectedness, and corporate risk-taking. *Journal of International Business Studies*, 44(3), 195–215. <https://doi.org/10.1057/jibs.2013.2>
- Breton, G., & Pesqueux, Y. (2006). Business in society or an integrated vision of governance. *Society and Business Review*, 1(1), 7–27. <https://doi.org/10.1108/17465680610643319>
- Camilo, S. P. O. (2011). Conexões Políticas e Desempenho das Empresas Listadas na BM&F Bovespa: Análise sob a ótica da governança e da dependência de recursos, (modelo I), 1–17.
- Camilo, S. P. O., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2012). Conexões Políticas e Desempenho: um Estudo das Firms Listadas na BM&FBovespa. *Revista de Administração Contemporânea*, 16(6), 784–805. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552012000600003>
- Cheema, M. U., Munir, R., & Su, S. (2016). Political connections and organisational performance: Evidence from Pakistan. *International Journal of Accounting and Information Management*, 24(4), 321–338. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-05-2016-0053>
- Chen, R., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Wang, H. (2017). Do state and foreign ownership

- affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *Journal of Corporate Finance*, 42, 408–421. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.09.001>
- Chen, Sun, Z., Tang, S., & Wu, D. (2011). Government intervention and investment efficiency: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 17(2), 259–271. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.08.004>
- Claessens, Feijen, E., & Laeven, L. (2008). Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 554–580. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.11.003>
- Cui, L., Hu, H. W., Li, S., & Meyer, K. E. (2018). Corporate political connections in global strategy. *Global Strategy Journal*, 8(3, SI), 379–398. <https://doi.org/10.1002/gsj.1325>
- Dicko. (2016). Firms Political Connections and Winning Government Contracts. *International Journal of Economics and Finance*, 8(2), 19–32. <https://doi.org/10.5539/ijef.v8n2p19>
- Dicko, S. (2017). Political connections, ownership structure and quality of governance. *International Journal of Managerial Finance*, 13(4), 358–377. <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2017-0010>
- Dicko, S., & El Ibrami, H. (2013). Directors' Connections, Financial Resources and Performance: An In-Depth Analysis of Canadian Companies. *International Journal of Business and Management*, 8(10). <https://doi.org/10.5539/ijbm.v8n10p1>
- Dicko, S., & Khemakhem, H. (2015). S&P/TSX 300 Companies' Political Connections, Compliance with Board of Directors Regulations and Financial Performance. *International Journal of Business and Management*, 10(1), 14–25. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v10n1p14>
- Dicko, S., Khemakhem, H., & Zogning, F. (2019). Political connections and voluntary disclosure: the case of Canadian listed companies. *Journal of Management and Governance*, (0123456789). <https://doi.org/10.1007/s10997-019-09471-3>
- Durnev, A., Enikolopov, R., Petrova, M., & Santarosa, V. (2015). Politics, instability, and composition of international investment flows. *Journal of Corporate Finance*, 30, 299–324. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.013>
- Faccio, M. (2006). Politically Connected Firms. *The American Economic Review*, 96(1), 369–386.
- Fan, J. P. H., Wong, T. J., & Zhang, T. (2007). Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics*, 84(2), 330–357. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.03.008>
- Fernández-Méndez, García-Canal, E., & Guillén, M. F. (2018). Domestic political connections and international expansion: It's not only 'who you know' that matters. *Journal of World Business*. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2018.03.006>
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2006). Are Busy Boards Effective Monitors? *The Journal of*

Finance, LXI(2), 689–724.

- Firth, M., Fung, P. M. Y., & Rui, O. M. (2007). How ownership and corporate governance influence chief executive pay in China's listed firms. *Journal of Business Research*, 60(7), 776–785. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2007.01.014>
- Fortunato, G., Funchal, B., & Motta, A. P. da. (2012). Impacto dos investimentos no desempenho das empresas brasileiras. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 13(4), 75–98. <https://doi.org/10.1590/s1678-69712012000400004>
- Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. (2009). Do politically connected boards affect firm value. *Review of Financial Studies*, 22(6), 2331–2360. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn088>
- Golubkov, D. (2016). *Corporate Political Connections in Russia and their implications for Firm-Level Operational, Financial, and Investment Activities*. ESSEC Business School.
- González-Bailon, S., Jennings, W., & Lodge, M. (2013). Politics in the Boardroom: Corporate Pay, Networks and Recruitment of Former Parliamentarians, Ministers and Civil Servants in Britain. *Political Studies*, 61(4), 850–873. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9248.2012.00994.x>
- Gray, S., Harymawan, I., & Nowland, J. (2016). Political and government connections on corporate boards in Australia: Good for business? *Australian Journal of Management*, 41(1), 3–26. <https://doi.org/10.1177/0312896214535788>
- Habib, A., Ranasinghe, D., Muhammadi, A. H., & Islam, A. (2018). Political connections, financial reporting and auditing: Survey of the empirical literature. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 31(May), 37–51. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2018.05.002>
- Henisz, W. J. (2000). The institutional environment for economic growth. *Economics and Politics*, 12(1), 1–31. <https://doi.org/10.1111/1468-0343.00066>
- Hillman, A. J. (2005). Politicians on the board of directors: Do connections affect the bottom line? *Journal of Management*, 31(3), 464–481. <https://doi.org/10.1177/0149206304272187>
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383–396.
- Hough, J. R. (2006). Business segment performance redux: A multilevel approach. *Strategic Management Journal*, 27(1), 45–61. <https://doi.org/10.1002/smj.498>
- Houston, J. F., Jiang, L., Lin, C., & Ma, Y. (2014). Political connections and the cost of bank loans. *Journal of Accounting Research*, 52(1), 193–243. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12038>
- Hung, C.-H. D., Jiang, Y., Liu, F. H., Tu, H., & Wang, S. (2017). Bank political connections and performance in China. *Journal of Financial Stability*, 32, 57–69. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2017.09.003>

- Khwaja, A., & Mian, A. (2005). Do Lenders Favour Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(4), 1371–1411.
- Kuronuma, C. R., Okimura, R. T., & Sales, G. A. W. (2017). *BNDES e Favorecimento às Empresas com Conexões Políticas* (No. XVIII USP International Conference in Accounting). São Paulo.
- Lazzarini, S. G., Musacchio, A., Bandeira-de-Mello, R., & Marcon, R. (2015). What do state-owned development banks do? Evidence from BNDES, 2002–09. *World Development*, 66, 237–253. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2014.08.016>
- Lester, R. H., Hillman, A., Zardkoohi, A., & Cannella, A. A. (2008). Former government officials as outside directors: The role of human and social capital. *Academy of Management Journal*, 51(5), 999–1013. <https://doi.org/10.5465/AMJ.2008.34789675>
- Lin, W. L. (2019). Is Corporate Political Activity an Investment or Agency? An Application of System GMM Approach. *Administrative Sciences*, 9(1), 5. <https://doi.org/10.3390/admsci9010005>
- Ling, L., Zhou, X., Liang, Q., Song, P., & Zeng, H. (2016). Political connections, overinvestments and firm performance: Evidence from Chinese listed real estate firms. *Finance Research Letters*, 18, 328–333. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.05.009>
- Lopes, A. D. (2016). *Financiamento de campanhas eleitorais e empréstimos do BNDES: lobby e interesses privados*. Universidade Federal de Goiás. Retrieved from <http://repositorio.bc.ufg.br/tede/bitstream/tede/5907/5/Dissertação - Alex Diniz Lopes - 2016.pdf>
- Machold, S., Huse, M., Minichilli, A., & Nordqvist, M. (2011). Board leadership and strategy involvement in small firms: A team production approach. *Corporate Governance: An International Review*, 19(4), 368–383. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00852.x>
- Menozzi, A., Urtiaga, M. G., & Vannoni, D. (2012). Board composition, political connections, and performance in state-owned enterprises. *Industrial and Corporate Change*, 21(3), 671–698. <https://doi.org/10.1093/icc/dtr055>
- Misangyi, V. F., Elms, H., Greckhamer, T., & Lepine, J. A. (2006). A new perspective on a fundamental debate: A multilevel approach to industry, corporate, and business unit effects. *Strategic Management Journal*, 27(6), 571–590. <https://doi.org/10.1002/smj.530>
- Pan, & Tian, G. G. (2017). Political connections and corporate investments: Evidence from the recent anti-corruption campaign in China. *Journal of Banking and Finance*, 1–15. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.03.005>
- Pfeffer, J., & Pfeffer, J. (1973). Size, composition, and function of hospital boards of directors: A study of organization-environment linkage. *Administrative Science Quarterly*, 18(3), 349–364. <https://doi.org/10.2307/2391668>
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (2003). *The External Control of Organizations: a resource dependence perspective*. (S. B. Books, Ed.). California.

- Rajwani, T., & Liedong, T. A. (2015). Political activity and firm performance within nonmarket research: A review and international comparative assessment. *Journal of World Business*, 50(2), 273–283. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2014.10.004>
- Saeed, A., Belghitar, Y., & Clark, E. (2017). Political connections and firm operational efficiencies: evidence from a developing country. *Review of Managerial Science*, 11(1), 191–224. <https://doi.org/10.1007/s11846-015-0185-5>
- Saeed, Belghitar, Y., & Clark, E. (2016). Do Political Connections Affect Firm Performance? Evidence from a Developing Country. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(8), 1876–1891. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2015.1041845>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Politicians and Firms. *Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 995–1025. Retrieved from <https://scholar.harvard.edu/shleifer/publications/politicians-and-firms>
- Silva, J. C., Xavier, W. G., Gambirage, C., & Camilo, S. P. O. (2018). A influência das conexões políticas no custo de capital e no desempenho das empresas listadas na B3. *Brazilian Business Review*, 7(1), 317–330.
- Stern, I., & Westphal, J. D. (2010). Stealthy Footsteps to the Boardroom: *Administrative Science Quarterly*, 55, 278–319.
- Sztutman, A. M., & Aldrighi, D. M. (2012). *Financiamento das campanhas eleitorais de 2006 por grupos econômicos e empréstimos do BNDES* (No. XII). Rio de Janeiro.
- Tahoun, A. (2014). The role of stock ownership by US members of Congress on the market for political favors. *Journal of Financial Economics*, 111(1), 86–110. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.10.008>
- Unsal, O., Hassan, M. K., & Zirek, D. (2016). Corporate obbying, CEO political ideology and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 38, 126–149. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.04.001>
- Wang, F., Xu, L., Zhang, J., & Shu, W. (2018). Political connections, internal control and firm value: Evidence from China's anti-corruption campaign. *Journal of Business Research*, 86, 53–67. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.01.045>
- Wellman, L. A. (2017). Mitigating political uncertainty. *Review of Accounting Studies*, 22(1), 217–250. <https://doi.org/10.1007/s11142-016-9380-0>
- Wong, & Hooy, C.-W. (2018). Do types of political connection affect firm performance differently? *Pacific-Basin Fianance Journal*, (51), 21. <https://doi.org/10.1016/j.pbf.2018.10.003>
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data* (The MIT Pr).
- Wu, Li, S., Ying, S. X., & Chen, X. (2019). Politically connected CEOs, firm performance, and CEO pay. *Journal of Business Research*, 91, 169–180.
- Wu, Liang, H., & Shen, Y. (2018). Political Connection, Ownership, and Post-Crisis

Industrial Upgrading Investment: Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(12), 2651–2668. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1491400>

Wu, W., Wu, C., Zhou, C., & Wu, J. (2012). Political connections, tax benefits and firm performance: Evidence from China Wenfeng. *Journal of Business Research*, 31, 277–300. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.06.003>

Wu, Wenfeng, Wu, C., & Wu, J. (2012). Political connections, tax benefits and firm performance: Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy Account. Public Policy*, 91, 169–180. <https://doi.org/10.1037//0033-2909.126.1.78>

Zahra, S. A., & Filatotchev, I. (2004). Governance of the Entrepreneurial Threshold Firm: A Knowledge-based Perspective Shaker A . Zahra and Igor Filatotchev. *Journal of Management Studies*, 41(July), 885–897. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2004.00458.x>

APÊNDICE 4.1 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO

Panel A: Matriz de correlação para as empresas listadas no Brasil

	ROIC	ROA	ROE	CA(Q)	CA(D)	Dir(Q)	Dir(D)	Ger(Q)	Ger(D)	Tam	Cresv	Alav	CA(Tam)	Capex _(t-1)	Ide	PIB
ROIC	1															
ROA	0.7313*	1														
ROE	0.0436*	0.1734*	1													
CA(Q)	0.0101	0.0122	-0.0008	1												
CA(D)	0.0589*	0.0241	0.0008	0.6561*	1											
Dir(Q)	-0.0092	0.0127	-0.0035	0.6183*	0.2697*	1										
Dir(D)	-0.0065	0.0143	-0.0061	0.5256*	0.2656*	0.8546*	1									
Ger(Q)	0.0055	0.0133	-0.0017	0.9744*	0.6004*	0.7792*	0.6636*	1								
Ger(D)	0.0674*	0.0293	0.0063	0.6296*	0.9597*	0.3304*	0.3866*	0.5966*	1							
Tam	0.2176*	0.1195*	-0.1875*	0.2475*	0.3045*	0.1684*	0.1973*	0.2458*	0.3261*	1						
Cresv	0.0629*	0.023	-0.0348	0.0223	0.0078	0.0215	0.0542*	0.0239	0.0081	-0.0331	1					
Alav	-0.0342	-0.1608*	-0.9682*	-0.0009	-0.0187	0.0073	0.0105	0.0014	-0.0234	0.1677*	0.036	1				
CA(Tam)	0.0782*	0.0628*	-0.0022	0.4670*	0.4393*	0.2523*	0.2135*	0.4446*	0.4358*	0.4195*	-0.0177	0.0115	1			
Capex _(t-1)	-0.0099	-0.0423	0.0184	0.0742*	0.1395*	0.0068	-0.0013	0.0611*	0.1354*	0.1072*	0.0469*	-0.0117	0.1309*	1		
Ide	0.0305	0.0425	0.0021	0.0635*	0.0454*	0.0089	0.0243	0.0532*	0.0522*	-0.0321	0.0695*	-0.0022	0.0625*	0.0637*	1	
PIB	0.0470*	0.0671*	0.0139	0.0664*	0.0543*	0.0053	0.0146	0.0545*	0.0569*	-0.0384	0.0473*	-0.0168	0.0560*	0.0647*	0.5858*	1

Panel B: Matriz de correlação para as empresas listadas no Canadá

	ROIC	ROA	ROE	CA(Q)	CA(D)	Dir(Q)	Dir(D)	Ger(Q)	Ger(D)	Tam	Cresv	Alav	CA(Tam)	Capex _(t-1)	Ide	PIB
ROIC	1															
ROA	0.5684*	1														
ROE	-0.1244	-0.0443	1													
CA(Q)	0.1161*	0.0917*	-0.2355*	1												
CA(D)	0.1114*	0.0769*	-0.2303*	0.8583*	1											
Dir(Q)	0.0653*	0.0513*	-0.0995*	0.2239*	0.1333*	1										
Dir(D)	0.0612*	0.0413	-0.0777*	0.1725*	0.0977*	0.9340*	1									
Ger(Q)	0.1230*	0.0970*	-0.2366*	0.9207*	0.7667*	0.5865*	0.5174*	1								
Ger(D)	0.1093*	0.0702*	-0.2077*	0.7679*	0.8947*	0.3826*	0.4097*	0.7914*	1							
Tam	0.3026*	0.2403*	-0.4679*	0.3871*	0.3377*	0.2334*	0.2360*	0.4141*	0.3562*	1						
Cresv	0.0257	0.0739*	0.0725*	-0.0765*	-0.0868*	-0.032	-0.033	-0.0764	-0.0891*	-0.1258*	1					
Alav	0.1280*	0.0445	-0.9768*	0.2350*	0.2257*	0.1037*	0.0822*	0.2377*	0.2051*	0.4743*	-0.0891*	1				
CA(Tam)	0.0970*	0.0951*	-0.2473*	0.3154*	0.2615*	0.1079*	0.1373*	0.3062*	0.2773*	0.5415*	-0.0644*	0.2485*	1			
Capex _(t-1)	-0.0828	0.046	0.2313*	-0.0906*	-0.0865*	-0.033	-0.0382	-0.0885	-0.0872*	-0.2234*	0.0949*	-0.2161*	-0.0807*	1		
Ide	0.0651*	-0.0291	0.0531*	-0.1008*	-0.0662*	-0.0647*	-0.0575*	-0.1096	-0.0697*	-0.0361	0.0271	-0.0511*	-0.0548*	0.0891*	1	
PIB	0.1041*	0.035	0.0524*	-0.0614*	-0.0372	-0.03	-0.0236	-0.063	-0.0361	0.0008	0.0261	-0.0527*	-0.0141	0.0739*	0.5484*	1

APÊNDICE 4.2 – ANOVA

Painel A: ANOVA para empresas listadas no Brasil

		Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	F	Sig.
ROIC	Entre Grupos	,121	1	,121	9,370	,002
	Nos grupos	26,518	2052	,013		
	Total	26,639	2053			
ROA	Entre Grupos	,030	1	,030	1,770	,184
	Nos grupos	34,908	2059	,017		
	Total	34,938	2060			
ROE	Entre Grupos	,004	1	,004	,083	,774
	Nos grupos	93,128	2059	,045		
	Total	93,131	2060			
Tam	Entre Grupos	887,779	1	887,779	237,579	,000
	Nos grupos	7,458,606	1996	3,737		
	Total	8,346,385	1997			
Alav	Entre Grupos	,052	1	,052	1,129	,288
	Nos grupos	95,487	2058	,046		
	Total	95,540	2059			
Cresv	Entre Grupos	,142	1	,142	,135	,714
	Nos grupos	2,174,482	2059	1,056		
	Total	2,174,625	2060			
CA(Tam)	Entre Grupos	11,122,269	1	11,122,269	482,625	,000
	Nos grupos	47,450,367	2059	23,045		
	Total	58,572,636	2060			
Capex _(t-1)	Entre Grupos	,112	1	,112	38,464	,000
	Nos grupos	5,989	2059	,003		
	Total	6,101	2060			

Painel B: ANOVA para empresas listadas no Canadá

		Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	F	Sig.
ROIC	Entre Grupos	,188	1	,188	19,888	,000
	Nos grupos	15,511	1644	,009		
	Total	15,698	1645			
ROA	Entre Grupos	,150	1	,150	8,192	,004
	Nos grupos	30,309	1656	,018		
	Total	30,459	1657			
ROE	Entre Grupos	3,151	1	3,151	74,635	,000
	Nos grupos	69,863	1655	,042		
	Total	73,014	1656			
Tam	Entre Grupos	543,203	1	543,203	230,272	,000
	Nos grupos	3,738,953	1585	2,359		
	Total	4,282,156	1586			
Alav	Entre Grupos	3,129	1	3,129	72,734	,000
	Nos grupos	71,242	1656	,043		
	Total	74,371	1657			
Cresv	Entre Grupos	13,241	1	13,241	14,636	,000
	Nos grupos	1,655,504	1830	,905		
	Total	1,668,745	1831			
CA(Tam)	Entre Grupos	1,738,544	1	1,738,544	138,401	,000
	Nos grupos	20,877,396	1662	12,562		
	Total	22,615,940	1663			
Capex _(t-1)	Entre Grupos	,121	1	,121	14,029	,000
	Nos grupos	15,816	1830	,009		
	Total	15,937	1831			

Nota. ROIC: retorno sobre o capital investido; ROA: retorno sobre ativos; ROE: retorno sobre o patrimônio líquido; Ger(Q): quantidade de membros do conselho de administração e diretorias conectados politicamente CA(Q): quantidade de membros do conselho de administração conectados politicamente; Dir(Q): quantidade de membros das diretorias conectados politicamente; Alav: alavancagem; Tam: tamanho das empresas; Cresv: crescimento das vendas; Capex_(t-1): capital expenditure; CA(Tam): Tamanho do conselho de administração; Ide: ideologia política corresponde ao governo do Primeiro-Ministro Stephen Harper; PIB: Produto Interno Bruto.

5. CONCLUSÕES

A presente tese é composta de três artigos que buscam analisar os efeitos das conexões políticas, estabelecidas pelo *background* político dos membros do conselho de administração e diretorias, nos investimentos e no desempenho das empresas listadas no Brasil e no Canadá. Para tanto, defende-se a tese de que o *background* político dos membros do conselho de administração e das diretorias impactam nos investimentos e no desempenho das empresas de capital aberto que negociam na bolsa de valores do Brasil e Canadá. Assim, destaca-se, a seguir, as contribuições desta tese.

Nesta tese foram analisados mais de 39 mil currículos dos gestores das empresas brasileiras para construir a variável de interesse: as conexões políticas. O estudo inova ao analisar o currículo de todos os membros do conselho de administração e das diretorias das empresas listadas na B³, entre 2010 e 2017, e estabelecer métricas alternativas de conexões políticas, sendo a quantidade e a *dummy* de membros conectados. Ao analisar o currículo dos membros do conselho de administração e das diretorias tem-se uma imagem mais completa da formação das conexões políticas e da associação entre empresas e os governos no Brasil e no Canadá. Além disto, permite identificar os efeitos proporcionados pelo *background* político dos gestores nos investimentos e no desempenho das empresas em diferentes ambientes institucionais.

A partir do reconhecimento do *background* político dos gestores comprovou-se a redução no uso dessa métrica entre as empresas listadas no Brasil, entre 2010 e 2017. Esse comportamento é contrário ao esperado pelos estudos prévios que sugerem a estabilidade e o crescimento das conexões políticas em ambientes institucionais considerados mais corruptos e com mercado de capitais em desenvolvimento (Boubakri, Cosset, & Saffar, 2012; Faccio, 2006; Saeed, Belghitar, & Clark, 2016). Apesar da redução no uso estratégico dessa forma de conexão política, os resultados encontrados evidenciam que as empresas conectadas se diferenciam de seus pares quanto aos investimentos em bens de capital, *Capex*, e ao *ROIC*, o que corrobora, parcialmente, à tese defendida. Este resultado é particularmente interessante ao demonstrar que, mesmo com a redução das empresas conectadas no Brasil, os grupos empresariais que utilizam dessa estratégia ainda diferem de seus pares quanto aos investimentos de longo prazo e apresentam maior retorno. O achado apresenta indícios de que as redes políticas induzem a ganhos competitivos às empresas.

No contexto canadense, a tese comprova o crescimento do uso do *background* político dos gestores e também evidencia que essas redes influenciam o *ROIC*. O resultado surpreende ao demonstrar que as conexões políticas induzem ao aumento do capital investido em

ambiente institucional fortalecido, como o contexto canadense. Evidencia-se, assim, que as conexões políticas são utilizadas pelas empresas em diferentes ambientes institucionais.

Em relação aos efeitos do *background* político dos gestores nos investimentos, a tese inova ao demonstrar que as empresas escolherem um número reduzido de indivíduos, porém com amplo capital político, para participarem do ambiente de gestão. O resultado aponta que deter poucos agentes políticos na estrutura de gestão empresarial permite aumento nas chances de acessar recursos governamentais, que induzem ao aumento dos investimentos e do desempenho. O achado é respaldado pela adoção do modelo dinâmico (GMM) que controla os problemas causados pela endogeneidade que margeiam as interações entre conexões políticas e investimentos empresariais. Desta forma, a tese apresenta evidências de que a qualidade da conexão política é mais relevante para as empresas do que a quantidade de agentes conectados no conselho de administração e diretorias.

A tese evidencia que os membros das diretorias com *background* político influenciam o desempenho contábil das empresas listadas no Brasil e no Canadá. As evidências indicam que as empresas conectadas por membros das diretorias apresentam maior *ROIC* no Brasil e no Canadá. Dessa forma, a pesquisa lança luz aos aspectos relacionais dos gestores e revela a importância das redes sociais desses agentes, que atuam nas decisões cotidianas das empresas, frente às decisões estratégicas dos membros do conselho de administração.

Outro resultado importante está centrado na análise comparativa entre as empresas listadas no Brasil e no Canadá. Para elaborar essa análise, a tese utilizou-se do mesmo critério para identificar as conexões políticas considerando aspectos políticos, e para estimar os modelos utilizou-se de variáveis macroeconômicas dos países. Como os ambientes econômicos e políticos dos países são dinâmicos, modificações nesses ambientes são refletidos nas conexões políticas, o que permite que se especule sobre relações entre eles. Por sua vez, evidencia-se que existe relação entre as conexões políticas e os investimentos e o desempenho das empresas. A principal contribuição dessa análise é de que as redes políticas estão presentes em diferentes ambientes institucionais. Desta forma, permitem ganhos competitivos que podem apresentar a mesma direção do efeito, apesar de serem estabelecidas em ambientes institucionais antagônicos, como o evidenciado no Brasil e no Canadá.

Em suma, os resultados permitem confirmar parcialmente a tese defendida visto que as conexões políticas influenciam positivamente o desempenho contábil das empresas no Brasil e no Canadá, sem que o efeito equivalente fosse evidenciado nos investimentos empresariais. Ao adotar esta variável, os modelos estimados demonstraram que as conexões políticas impactaram somente os investimentos das empresas listadas no Brasil, o que sugere que as

alterações no *background* político no contexto canadense podem afetar outras variáveis contábeis que, conseqüentemente, impactam o desempenho.

Por fim, cabe ressaltar que a tese limita-se a analisar o contexto das empresas listadas no Brasil e no Canadá; e centra-se em analisar as conexões políticas formais, passíveis de verificação nos currículos dos gestores, sem adentrar nas conexões políticas informais, ou nas relações escusas e atos de corrupção que envolvam a associação entre empresas e os governos no Brasil e no Canadá.

Futuras pesquisas podem replicar os estudos, agregando múltiplos países, de forma a compreender como as conexões políticas influenciam o comportamento empresarial. Sugere-se que sejam investigados outros caminhos pelos quais essas redes exerçam influência nas empresas, seja na divulgação de informações contábeis, no comportamento dos gestores, na redução no risco, ou mesmo, na eficiência dos investimentos. A tese também abre espaço para investigar até que ponto as empresas conectadas tornam-se atrativas aos investidores, influenciam a reputação empresarial e conduzem a um menor risco.

REFERÊNCIAS

- Boubakri, N., Cosset, J.-C., & Saffar, W. (2012). The impact of political connections on firms' operating performance and financing decisions. *The Journal of Financial Research*, 35(3), 397–423. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2012.01322.x>
- Faccio, M. (2006). Politically Connected Firms. *The American Economic Review*, 96(1), 369–386.
- Saeed, Belghitar, Y., & Clark, E. (2016). Do Political Connections Affect Firm Performance? Evidence from a Developing Country. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(8), 1876–1891. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2015.1041845>